

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE DERECHO**

Departamento de Derecho Mercantil



**TESIS DOCTORAL**

**LOS DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES DE LA  
SOCIEDAD AFECTADA POR UNA OPA**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTORA

PRESENTADA POR MARTA RUBIO ROA

Y DIRIGIDA POR EL PROF. DR. JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE,

CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL

Madrid, 2019

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE DERECHO**

Departamento de Derecho Mercantil



**LOS DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES DE LA  
SOCIEDAD AFECTADA POR UNA OPA**

**TESIS DOCTORAL**

Director: Prof. Dr. Juan Sánchez-Calero Guilarte, Catedrático de Derecho Mercantil

Autora: Marta Rubio Roa

Madrid, 2019

## ÍNDICE GENERAL

<b>RESUMEN .....</b>	<b>10</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>13</b>
<b>ABREVIATURAS .....</b>	<b>16</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>19</b>
<b>CAPÍTULO I. DISTRIBUCIÓN DE ROLES EN LA SOCIEDAD AFECTADA POR UNA OPA. APROXIMACIÓN A LOS DISTINTOS MODELOS NORMATIVOS Y SU SIGNIFICADO JURÍDICO-SOCIETARIO .....</b>	<b>24</b>
I. SIGNIFICADO DE LA OPA EN LA UNIÓN EUROPEA .....	24
1. Concepto y notas características de la opa .....	24
2. Fundamento jurídico de la figura de la opa .....	28
3. Función económica de las opas .....	30
4. Principales diferencias con el significado de la opa en Estados Unidos.....	33
II. SUJETOS INTERVINIENTES EN UNA OPA .....	36
III. MODELOS NORMATIVOS DE DISTRIBUCIÓN DE ROLES EN LA SOCIEDAD AFECTADA POR UNA OPA ....	38
1. El modelo europeo .....	38
2. El modelo estadounidense.....	40
IV. CUESTIONES JURÍDICO-SOCIETARIAS SUBYACENTES .....	45
1. La distribución del poder societario: <i>shareholders' primacy</i> vs. <i>directors' primacy</i> .....	45
1.1. Consideraciones generales .....	45
1.2. Particularidades relativas a las sociedades cotizadas .....	48
2. La noción de interés social: de las teorías “contractualista” e “institucionalista” a la creación de valor sostenible.....	53
3. Interrelación entre ambas cuestiones .....	58
V. SIGNIFICADO JURÍDICO-SOCIETARIO DE LOS MODELOS NORMATIVOS EXPUESTOS .....	60
<b>CAPÍTULO II. EL DEBER DE PASIVIDAD. CONCEPTO, FUNDAMENTO, NATURALEZA Y ORDENACIÓN .....</b>	<b>62</b>
I. PLANTEAMIENTO .....	62
II. ANTECEDENTES DEL DEBER DE PASIVIDAD .....	63
1. Origen del deber de pasividad: la <i>passivity rule</i> británica.....	63
2. Expansión de la <i>passivity rule</i> e introducción en el ordenamiento español .....	64
3. La Directiva de Opas: un intento de aproximación .....	67
3.1. Génesis de la Directiva de Opas .....	67
3.2. Tramitación de la Directiva de Opas.....	68
3.2.1. El Informe Pennington.....	69
3.2.2. Primera Propuesta de Directiva, retirada .....	70
3.2.3. Segunda Propuesta de Directiva, rechazada.....	71
3.2.4. El Informe Winter.....	72
3.2.5. Tercera Propuesta de Directiva, aprobada .....	74
3.3. Resultado de la Directiva de Opas: fracaso en la armonización normativa.....	75
III. FORMULACIÓN DEL DEBER DE PASIVIDAD.....	79
1. Cuestión previa: ley aplicable y autoridad competente .....	79

2.	<i>El deber de pasividad en la Directiva de Opas</i> .....	80
3.	<i>El deber de pasividad en el ordenamiento español</i> .....	80
4.	<i>El deber de pasividad en otros ordenamientos europeos</i> .....	84
4.1.	El deber de pasividad en el ordenamiento británico.....	84
4.2.	El deber de pasividad en el ordenamiento alemán .....	85
4.3.	El deber de pasividad en el ordenamiento francés .....	87
4.4.	El deber de pasividad en el ordenamiento sueco.....	89
5.	<i>Valoración de las distintas formulaciones del deber de pasividad</i> .....	90
IV.	SIGNIFICADO Y FUNDAMENTO DEL DEBER DE PASIVIDAD.....	92
1.	<i>Significado jurídico-societario del deber de pasividad</i> .....	92
1.1.	Deber de pasividad: expresión de la primacía accionarial .....	93
1.2.	Deber de pasividad: expresión de la superioridad del interés accionarial .....	94
2.	<i>Fundamento jurídico del deber de pasividad</i> .....	96
2.1.	Tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la opa .....	97
2.2.	Neutralización de conflictos de interés .....	99
3.	<i>Función económica del deber de pasividad</i> .....	104
3.1.	Atracción de inversión y fomento del crecimiento empresarial .....	104
3.2.	Mejora de la gestión de las sociedades “opables” .....	106
3.3.	Incremento de la eficiencia de los mercados de valores.....	108
3.4.	Subsistencia de ciertos recelos en la Unión Europea .....	109
V.	NATURALEZA Y ORDENACIÓN DEL DEBER DE PASIVIDAD.....	112
1.	<i>Una obligación de no hacer dispensable ex ante por la junta general</i> .....	112
2.	<i>Un deber autónomo</i> .....	114
2.1.	Breve referencia a los deberes generales de los administradores .....	115
2.1.1.	Deber de diligencia.....	115
2.1.2.	Deber de lealtad.....	118
2.2.	Autonomía del deber de pasividad.....	122
3.	<i>Encuadre del deber de pasividad en los deberes generales de los administradores</i> .....	124
4.	<i>Coexistencia con otros deberes de especial relevancia en presencia de una opa</i> .....	125
4.1.	Deber de buena fe pre-contractual .....	125
4.2.	Deber de coherencia durante el transcurso de la opa .....	128
<b>CAPÍTULO III. EL DEBER DE PASIVIDAD. ALCANCE TEMPORAL, SUBJETIVO Y OBJETIVO</b> .....		<b>132</b>
I.	PLANTEAMIENTO .....	132
II.	ALCANCE TEMPORAL DEL DEBER DE PASIVIDAD .....	132
1.	<i>Opciones normativas concedidas por la Directiva de Opas</i> .....	132
2.	<i>Significado del alcance temporal mínimo del deber de pasividad</i> .....	133
3.	<i>Fundamento de la facultad de adelantar la entrada en vigor del deber de pasividad</i> .....	134
4.	<i>Opción normativa elegida en España. Ventajas e inconvenientes</i> .....	135
III.	ALCANCE SUBJETIVO DEL DEBER DE PASIVIDAD .....	139
1.	<i>Los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada</i> .....	140
2.	<i>Los órganos delegados o apoderados</i> .....	140
3.	<i>Los miembros de los órganos sujetos al deber de pasividad</i> .....	143
4.	<i>Las sociedades del grupo de la sociedad afectada</i> .....	144
5.	<i>Las personas que actúen concertadamente</i> .....	148
IV.	ALCANCE OBJETIVO DEL DEBER DE PASIVIDAD .....	149
1.	<i>Delimitación del objeto del deber de pasividad: principio general</i> .....	150
1.1.	Concepto de actuación .....	150
1.2.	Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa.....	151

1.3.	Concepto de éxito de la oferta .....	157
2.	<i>Actuaciones sujetas al deber de pasividad</i> .....	157
2.1.	Emisión de valores.....	158
2.2.	Operaciones sobre valores .....	163
2.3.	Enajenación, gravamen o arrendamiento de activos sociales.....	166
2.4.	Reparto de dividendos extraordinarios .....	168
3.	<i>Actuaciones excluidas del alcance del deber de pasividad</i> .....	170
3.1.	La búsqueda de otras ofertas.....	170
3.2.	Las actuaciones sin capacidad de impedir el éxito de la opa.....	174
3.2.1.	Consideraciones generales.....	174
3.2.2.	Especial consideración de las negociaciones con el oferente.....	176
3.2.3.	Especial consideración de la difusión de opiniones sobre la opa .....	178
4.	<i>Gestión de las condiciones de la oferta</i> .....	180
5.	<i>Dispensa ex ante de la junta general de accionistas</i> .....	182
5.1.	Las actuaciones u operaciones autorizadas por la junta general .....	182
5.2.	Las decisiones anteriores autorizadas o ratificadas por la junta general .....	184
<b>CAPÍTULO IV. ACTUACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA EN LA FASE DE PREPARACIÓN DE UNA POSIBLE OPA. EFECTOS DE LA AUSENCIA DE DEBER DE PASIVIDAD.....</b>		<b>187</b>
I.	PLANTEAMIENTO .....	187
II.	INVOLUCRAMIENTO DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA EN LA PREPARACIÓN DE UNA POSIBLE OPA .....	188
1.	<i>Principales alternativas de gestación de una opa</i> .....	188
1.1.	Planteamiento de una posible opa por un potencial oferente .....	189
1.2.	Planteamiento de una posible opa por la sociedad afectada o sus accionistas.....	191
2.	<i>Reseña de experiencia en España</i> .....	192
3.	<i>Razón de involucrar a los administradores de la sociedad afectada: sus facultades de gestión y representación</i> .....	193
III.	FUENTES NORMATIVAS .....	197
1.	<i>Cuestión previa: ley aplicable y autoridad competente</i> .....	197
2.	<i>Inaplicabilidad del deber de pasividad. Aplicación del régimen general</i> .....	198
IV.	GESTIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ADMINISTRADORES .....	200
1.	<i>Posibles conflictos de interés: necesaria apreciación ad hoc</i> .....	200
1.1.	Posibles conflictos de interés imputables a los consejeros dominicales.....	201
1.2.	Posibles conflictos de interés propios de los consejeros .....	202
2.	<i>Deber de comunicar la existencia de conflictos de interés</i> .....	203
3.	<i>Deber de abstención: creación de una comisión ad hoc como solución</i> .....	203
3.1.	Composición de la comisión <i>ad hoc</i> .....	204
3.2.	Funciones y funcionamiento de la comisión <i>ad hoc</i> .....	205
3.3.	Remuneración de la pertenencia a la comisión <i>ad hoc</i> .....	206
4.	<i>Deber de evitar situaciones de conflicto de interés vs. facultad de suscribir acuerdos por cuenta propia</i> .....	206
5.	<i>Efectos de la ausencia de deber de pasividad en la neutralización de conflictos de interés de los administradores</i> .....	209
V.	TUTELA DE LA PROPIEDAD PRIVADA DE LOS DESTINATARIOS DE LA POSIBLE OPA.....	210
1.	<i>Suministro de información privada a potenciales oferentes</i> .....	211
1.1.	La actividad revisora previa a la compraventa de una empresa .....	211
1.2.	Examen de la conveniencia de suministrar información privada a terceros .....	212
1.2.1.	Criterio general: el interés social .....	212

1.2.2.	Análisis de la naturaleza y buena fe del potencial oferente.....	213
1.2.3.	Análisis de las posibles repercusiones del principio de igualdad informativa .....	214
1.2.4.	Análisis del respeto al principio de igualdad de trato de los accionistas .....	216
1.3.	Contenido de la información a suministrar .....	217
1.4.	Salvaguarda de la confidencialidad de la información suministrada.....	218
2.	<i>Negociación y suscripción de acuerdos por cuenta de la sociedad afectada</i> .....	219
2.1.	Cuestión previa: libertad de forma.....	219
2.2.	Consideraciones generales. De nuevo el interés social .....	220
2.3.	Aplicación práctica a algunos casos frecuentes .....	220
2.3.1.	Comisión de ruptura .....	221
2.3.2.	Aceptación o rechazo de la opa por la autocartera.....	223
2.3.3.	No entorpecimiento o recomendación de la opa .....	225
2.4.	Obligatoria difusión de los acuerdos relativos a la opa.....	225
3.	<i>Tratamiento de la información sobre la posible opa</i> .....	226
3.1.	Deber de guardar secreto sobre la posible opa.....	226
3.2.	Deber de secreto del consejero dominical <i>vis-à-vis</i> el accionista representado.....	228
3.3.	Deber de informar sobre la posible opa en el seno del órgano de administración.....	230
4.	<i>Efectos de la ausencia de deber de pasividad en la tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la posible opa</i> .....	231
<b>CAPÍTULO V. GESTIÓN DE LAS ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD .234</b>		
I.	PLANTEAMIENTO .....	234
II.	FUENTES NORMATIVAS .....	235
1.	<i>Cuestión previa: ley aplicable y autoridad competente</i> .....	235
2.	<i>Coaplicación del deber de pasividad y el régimen societario general</i> .....	235
III.	COMPETENCIA PARA PROPONER O PREPARAR ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD....	236
1.	<i>Competencia del órgano de administración</i> .....	236
2.	<i>Facultad de iniciativa del socio</i> .....	238
2.1.	Derecho a solicitar la convocatoria de la junta general .....	239
2.2.	Derecho a completar el orden del día.....	242
2.3.	Derecho a presentar propuestas fundamentadas de acuerdo .....	245
IV.	GESTIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ADMINISTRADORES .....	246
1.	<i>Posibles conflictos de interés: necesaria apreciación ad hoc</i> .....	246
1.1.	Posibles conflictos de interés imputables a los consejeros dominicales.....	246
1.2.	Posibles conflictos de interés propios de los consejeros .....	248
2.	<i>Deber de comunicar la existencia de conflictos de interés</i> .....	248
3.	<i>Deber de abstención excepto en el suministro de información a los accionistas</i> .....	248
V.	ESTUDIO Y NEGOCIACIÓN DE ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD.....	253
1.	<i>Valoración de la idoneidad de una actuación objeto del deber de pasividad</i> .....	253
1.1.	Cuestión previa: medidas defensivas vs. actuaciones con sentido propio .....	253
1.2.	Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa .....	254
1.3.	Examen de la conveniencia de proponer medidas defensivas .....	258
1.4.	Examen de la idoneidad de una actuación con sentido propio .....	260
2.	<i>Otras actuaciones preparatorias</i> .....	261
2.1.	Obtención de asesoramiento .....	261
2.2.	<i>Roadshows</i> con accionistas e inversores .....	262
2.3.	Negociación con terceros.....	264
2.4.	Obtención de consentimiento del oferente .....	266
2.5.	Salvaguarda de la confidencialidad de las actuaciones contempladas .....	267
VI.	PROPUESTA DE ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD A LA JUNTA GENERAL .....	269
1.	<i>Convocatoria de la junta general</i> .....	269

1.1.	Competencia para la convocatoria .....	269
1.2.	Plazo de convocatoria .....	270
1.3.	Contenido de la convocatoria.....	272
1.4.	Forma de la convocatoria.....	275
2.	<i>Información a los accionistas con ocasión de la convocatoria de la junta general</i> .....	275
2.1.	Obligaciones generales de información a los accionistas.....	275
2.2.	Obligación de elaborar un informe justificativo de la actuación propuesta .....	277
2.2.1.	Fundamento de la obligación de elaborar el informe .....	277
2.2.2.	Contenido del informe .....	279
2.2.3.	Procedimiento de aprobación y publicación del informe .....	281
3.	<i>Participación de los administradores en la junta general</i> .....	282
3.1.	Deberes de asistencia e información a los accionistas .....	282
3.2.	Votación de los acuerdos .....	284
3.2.1.	Solicitud pública de representación .....	284
3.2.2.	Votación del accionista-administrador.....	285
<b>CAPÍTULO VI. EL INFORME SOBRE LA OPA. ¿UNA EXCEPCIÓN AL DEBER DE PASIVIDAD?.....</b>		<b>288</b>
I.	PLANTEAMIENTO .....	288
II.	ANTECEDENTES DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA .....	289
1.	<i>Origen de la obligación: de nuevo el Derecho británico</i> .....	289
2.	<i>Expansión de la obligación e introducción en el ordenamiento español</i> .....	290
3.	<i>Tratamiento de la obligación durante la tramitación de la Directiva de Opas</i> .....	292
3.1.	El Informe Pennington.....	293
3.2.	Primera Propuesta de Directiva .....	293
3.3.	Segunda Propuesta de Directiva .....	295
3.4.	El Informe Winter.....	296
3.5.	Tercera Propuesta de Directiva .....	297
3.6.	Resultado de la Directiva de Opas: armonización de la esencia de la obligación .....	298
III.	FORMULACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA .....	298
1.	<i>Cuestión previa: ley aplicable</i> .....	298
2.	<i>La obligación de publicar un dictamen en la Directiva de Opas</i> .....	299
3.	<i>La obligación de publicar un informe en el ordenamiento español</i> .....	301
4.	<i>La obligación de publicar una opinión en Derecho comparado</i> .....	303
4.1.	La obligación de publicar una <i>circular</i> en el ordenamiento británico.....	303
4.2.	La obligación de publicar una <i>Stellungnahme</i> en el ordenamiento alemán.....	304
4.3.	La obligación de publicar una <i>note en réponse</i> en el ordenamiento francés .....	305
4.4.	La obligación de publicar una <i>uppfatning</i> en el ordenamiento sueco .....	306
4.5.	La obligación de publicar un <i>recommendation statement</i> en el ordenamiento estadounidense .....	307
5.	<i>Valoración de las distintas formulaciones de la obligación de publicar una opinión</i> .....	308
IV.	FUNDAMENTO Y SIGNIFICADO DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA .....	310
1.	<i>Consideraciones previas: los principios de información e igualdad de trato</i> .....	310
1.1.	El principio de información .....	311
1.2.	El principio de igualdad de trato .....	315
1.3.	Caso particular de las sociedades afectadas por una opa .....	318
1.3.1.	Especial necesidad de información en el marco de una opa .....	318
1.3.2.	Especial tutela de la igualdad de trato en el marco de una opa .....	319
2.	<i>Función del informe sobre la opa</i> .....	320
3.	<i>Significado jurídico-societario de la obligación de publicar el informe</i> .....	323
3.1.	Obligación de publicar un informe: expresión de la primacía accionarial .....	323

	3.2. Obligación de publicar un informe: expresión de la superioridad del interés accionarial .....	324
V.	NATURALEZA Y ORDENACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA .....	325
	1. Una obligación del órgano de administración y de cada uno de sus miembros .....	325
	2. Relación de la obligación de publicar un informe con el deber de pasividad .....	326
	3. Encuadre en los deberes generales de los administradores .....	328
	4. Incidencia del deber de coherencia .....	331
VI.	GESTIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ADMINISTRADORES .....	332
	1. Deber de comunicar la existencia de un conflicto de interés.....	332
	2. Deber de informar sobre los conflictos de interés en el informe sobre la opa .....	332
	2.1. Elementos que informan de la opinión de los administradores sobre la opa .....	333
	2.1.1. Observaciones a favor o en contra de la opa .....	333
	2.1.2. Repercusiones de la opa y los planes estratégicos del oferente.....	335
	2.1.3. Opinión de los administradores sobre la opa .....	336
	2.1.4. Intención de los administradores de aceptar o no la opa .....	338
	2.2. Elementos que informan del contexto en el que se emite cada opinión .....	340
	2.2.1. Acuerdos entre la sociedad afectada, el oferente, sus administradores y socios .....	340
	2.2.2. Existencia y naturaleza de los conflictos de interés relativos a la opa .....	341
	2.2.3. Tenencia de valores de la sociedad afectada y del oferente .....	342
	3. Deber de participar en la redacción y aprobación del informe sobre la opa.....	344
	3.1. Convocatoria del consejo de administración que deba aprobar el informe .....	344
	3.2. Celebración del consejo de administración que deba aprobar el informe .....	345
	3.2.1. Quorum de constitución. Deber de asistencia de los administradores.....	345
	3.2.2. Aprobación del informe sobre la opa .....	346
	3.2.3. Celebración del consejo por escrito y sin sesión.....	349
VII.	DIFUSIÓN PÚBLICA DEL INFORME SOBRE LA OPA.....	350
	1. Plazo para la publicación del informe sobre la opa .....	350
	2. Medios de difusión del informe sobre la opa .....	351
	3. Difusión del dictamen de los representantes de los trabajadores.....	352
	4. Supervisión ex post por la autoridad competente .....	353

## **CAPÍTULO VII. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA POR INCUMPLIMIENTO DE SUS DEBERES EN EL MARCO DE UNA OPA ...355**

I.	PLANTEAMIENTO .....	355
II.	RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA.....	357
	1. Régimen de supervisión, inspección y sanción en materia de opas .....	357
	1.1. Fuentes normativas y autoridad competente en España .....	357
	1.2. Normas de conflicto en opas transfronterizas .....	359
	1.3. Alcance subjetivo: sujeción de los administradores de la sociedad afectada .....	360
	1.4. Alcance objetivo: circunscripción a la disciplina del mercado de valores .....	361
	2. Régimen sancionador aplicable a los administradores de la sociedad afectada.....	362
	2.1. Fuentes normativas .....	362
	2.2. Infracciones administrativas .....	362
	2.3. Sanciones administrativas.....	366
	2.4. Breve descripción del procedimiento sancionador.....	367
	3. Valoración del régimen de responsabilidad administrativa de los administradores.....	370
III.	RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA .....	371
	1. Fuentes normativas.....	371
	2. Acción social y acción individual de responsabilidad .....	372
	2.1. Presupuestos de la responsabilidad .....	372
	2.1.1. Realización de una conducta ilícita.....	373
	(a) Consideraciones generales .....	373



## ÍNDICE GENERAL

(b)	Grupos de actuaciones ilícitas.....	375
2.1.2.	Existencia de un daño .....	376
(a)	Concepto y clases de daño .....	377
(b)	Prueba y cuantificación del daño .....	379
(c)	Posibles sujetos dañados .....	382
2.1.3.	Existencia de un nexo causal .....	382
2.1.4.	Intervención de dolo o culpa.....	384
2.2.	No exoneración por acuerdo o acto de la junta general.....	386
2.3.	Alcance subjetivo de la responsabilidad .....	387
2.3.1.	Administradores, administradores de hecho y altos directivos .....	387
2.3.2.	Presunción de solidaridad .....	390
2.4.	Ejercicio de la acción social de responsabilidad .....	394
2.4.1.	Legitimación activa .....	394
2.4.2.	Acuerdo de la junta general de la sociedad afectada.....	398
2.4.3.	Posibilidad de transacción o renuncia al ejercicio de la acción.....	399
2.4.4.	Destitución automática de los administradores afectados.....	400
2.5.	Ejercicio de la acción individual de responsabilidad .....	401
2.5.1.	Legitimación activa .....	401
2.5.2.	Lesión directa de los intereses .....	402
3.	<i>Otras acciones derivadas de la infracción del deber de lealtad .....</i>	<i>404</i>
4.	<i>Valoración del régimen de responsabilidad civil de los administradores .....</i>	<i>405</i>

## **CONCLUSIONES ..... 407**

## **BIBLIOGRAFÍA ..... 426**

I.	LIBROS Y ARTÍCULOS DE REVISTA.....	426
II.	OTROS MATERIALES.....	452

## **RESUMEN**

### **LOS DEBERES DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA POR UNA OPA**

Director: Prof. Dr. Juan Sánchez-Calero Guilarte

Autora: Marta Rubio Roa

El objeto de este trabajo es el estudio de los deberes de los administradores de una sociedad afectada o potencialmente afectada por una opa y del régimen de responsabilidad legal derivado de su incumplimiento.

La formulación de una opa altera el ordinario reparto de competencias entre los órganos de gobierno de la sociedad afectada con el fin de proteger el derecho de los destinatarios de la opa a decidir sobre su idoneidad. El objetivo de este trabajo es delimitar la actuación de los administradores de la sociedad afectada en cada fase o hito de una opa, determinando en qué consisten sus obligaciones principales derivadas de la normativa de opas y cómo deben integrarse éstas por las normas aplicables con carácter general. En particular, respecto a estas últimas, analizamos hasta dónde llega la diligencia debida y en qué se concreta la defensa del interés social en distintos momentos. Pretendemos dilucidar qué deben, pueden o no pueden hacer los administradores en este contexto, cómo pueden llevar a cabo aquello que les viene impuesto o les está permitido, y qué sucede si no cumplen las reglas del juego.

Como conclusiones del trabajo, establecemos en primer lugar la confluencia de las normas societarias generales y las normas especiales derivadas de la normativa de opas. Esta confluencia deriva de la doble dimensión societaria y bursátil de las opas, así como del alcance limitado de la normativa especial.

De la aplicación del Derecho societario ordinario se sigue la vigencia de los deberes generales de diligencia y lealtad de los administradores y del deber universal de buena fe, que obligan a los administradores de la sociedad afectada a actuar conforme al estándar del ordenado empresario, en defensa del interés social (accionarial) y sin defraudar la confianza de terceros. De estos deberes resulta un deber de coherencia que exige que las actuaciones de los administradores sean congruentes entre sí (*ceteris paribus*) durante todo el transcurso de la opa.

Por su parte, la normativa de opas española impone a los administradores dos obligaciones esenciales. En primer lugar, se limita su autonomía mediante la imposición de un deber de pasividad o deber de recabar el consentimiento de los accionistas antes de emprender

cualquier actuación capaz de impedir el éxito de la opa. Este deber se ha configurado como una obligación de no hacer dispensable *ex ante* por la junta general de accionistas y, asimismo, como un deber autónomo respecto de los restantes deberes de los administradores.

El deber de pasividad es aplicable desde la publicación del anuncio previo de la opa. La fijación de la entrada en vigor otorga seguridad jurídica y limita el periodo de subversión del funcionamiento de la sociedad afectada sin dejar por ello desprotegidos a los destinatarios de la opa durante la fase anterior al anuncio previo, pues sus intereses deberán ser tutelados en virtud de los deberes generales de los administradores.

Son objeto del deber de pasividad aquellas acciones u omisiones objetivamente idóneas, independientemente de la intención del actor, para provocar el desistimiento del oferente o causar un resultado negativo de la opa al margen del nivel de aceptación o rechazo de ésta por sus destinatarios. La inviabilidad manifiesta de la oferta, como causa de desistimiento, puede reconducirse a la doctrina *rebus sic stantibus*, de manera que se permitirá al oferente abandonar su proyecto cuando haya desaparecido la base del negocio por circunstancias no subsumibles en el riesgo normal del contrato.

En contraste, los administradores de la sociedad afectada podrán continuar desempeñando sus cargos con normalidad en todo cuanto no afecte a la opa en vuelo. Asimismo, podrán intervenir en la fase de preparación de actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa, encaminadas o no a frustrarla. Cuando lo estimen oportuno desde la óptica del interés social, deberán someter actuaciones de esta naturaleza a la junta general. Destaca, como cuestión procedimental, el refuerzo del régimen de información acerca de la propuesta de acuerdo: todos los administradores, incluidos aquellos en conflicto de interés, deberán expresar su opinión individual al respecto. A estas opiniones debería acompañarse una descripción de los conflictos que permitiera valorar su imparcialidad.

Y, en segundo lugar, la normativa de opas obliga a los administradores de la sociedad afectada a pronunciarse sobre la opa en los primeros días del plazo de aceptación. El fin es, primero, completar la información publicada por el oferente para que los destinatarios de la opa tomen una decisión al respecto con pleno conocimiento de causa y, segundo, proporcionarles asesoramiento cualificado en este proceso. Se considera que los administradores están en mejor posición para emitir una opinión cualificada acerca de la opa por su conocimiento de la sociedad, por su experiencia y por sus aptitudes profesionales. Con el objeto de reforzar la función informativo-asesora del informe, esta obligación también vincula a todos los administradores de la sociedad afectada: en el informe deberán constar las opiniones individuales de todos ellos y no una mera opinión colegiada formada por mayoría. De nuevo, los consejeros en conflicto de interés deberán participar en la elaboración del informe. El régimen de transparencia reforzado garantiza que no se valgan de sus prerrogativas para influir en la opa en beneficio propio.

Para cumplir con lo anterior, cada administrador debe posicionarse sobre la opa tan pronto como sea posible y, en todo caso, antes de llevar a cabo cualquier actuación con posible impacto en la operación. Las bondades de la opa deben examinarse desde el ángulo del interés social. Los administradores deberán determinar si la materialización de la opa redundará en beneficio de sus destinatarios desde una doble perspectiva financiera y empresarial. En atención a la equiparación del interés social con la creación de valor sostenible para los accionistas, debería primar la valoración empresarial de la opa. No obstante, la naturaleza de la opa como compraventa de valores configura su precio como elemento central a examinar por los destinatarios. Por ello es lógico que los administradores se pronuncien sobre su idoneidad o, al menos, proporcionen elementos de juicio sobre los que fundar una opinión al respecto.

Los deberes de los administradores recogidos en la normativa de opas españolas se basan, primero, en la primacía accionarial como forma de distribución del poder societario y, segundo, en la equiparación del interés social con el interés accionarial. Lo anterior se apoya, a su vez, en el derecho a la propiedad privada de los titulares de valores (y, por tanto, destinatarios de una opa) y en la frecuencia con la que, en el contexto de una opa, los administradores de la sociedad afectada incurren en un conflicto de interés.

El tratamiento del órgano de administración como un bloque en lo que a conflictos de interés se refiere carece de sentido, puesto que no es el órgano colegiado, sino cada uno de sus miembros quien puede tener intereses propios contrarios al social. Por ello, su existencia debería apreciarse caso por caso. Los consejeros conflictuados estarán vinculados por un deber de abstención tanto en la fase preparatoria de una opa como en la preparación y aprobación de actuaciones capaces de impedir su éxito, sin perjuicio de las mencionadas obligaciones de información.

Por último, el incumplimiento de los deberes anteriores podrá resultar en responsabilidad administrativa o civil de los administradores de la sociedad afectada. No obstante, el escrutinio de estas operaciones que lleva a cabo la CNMV dificulta la comisión de infracciones y limita la posibilidad de que un daño causado quede sin subsanar. Además, la difícil prueba de los requisitos de la responsabilidad civil reduce notablemente la probabilidad de que los administradores incurran en ella en el marco de una opa.

## **ABSTRACT**

### **DUTIES OF DIRECTORS OF A TARGET OF A TENDER OFFER**

Director: Prof. Dr. Juan Sánchez-Calero Guilarte

Author: Marta Rubio Roa

This thesis examines the duties of directors of a target of a tender offer or potential tender offer and the liability framework arising from their breach.

The launch of a tender offer alters the ordinary distribution of powers among the target's governing bodies in order to protect the right of the offer's addressees to decide on the offer's suitability. This thesis defines the performance of the target's directors at each stage or milestone of a tender offer and determines the main obligations that tender offer regulations impose on the target's directors and how general rules complement them. In particular, with respect to these rules, this thesis analyses how far the duty of care extends and what the corporate interest implies at different stages of a tender offer. The author addresses what directors must, may, or must refrain from doing in that context and how they can implement what they are obliged or allowed to do, and what may happen if they breach these rules.

To conclude, the author first identifies the convergence of general corporate regulations and special tender-offer regulations; the convergence springs from tender offers' twofold dimension —corporate and market-related— as well as the limited scope of tender offers' special regulations.

The application of general corporate law results in the applicability of directors' general duties of care and loyalty and the universal duty of good faith. Directors must perform their duties with the diligence of an orderly businessperson and promote the corporate interests (shareholders' interest) while not losing the trust of third parties. These duties involve a duty of coherence pursuant to which directors' performance must be coherent —*ceteris paribus*— throughout the tender offer process.

Spanish tender-offer regulations also impose two main obligations on the target's directors. On the one hand, their autonomy is limited by the passivity rule, which obliges them to gather shareholders' consent prior to undertaking any action that may prevent the offer's success. The passivity rule imposes a negative obligation that may be waived *ex ante* by

shareholders at the general shareholders' meeting. It is an autonomous obligation with respect to the remaining directors' duties.

The passivity rule is applicable since the offer is first announced. Setting the entry into force of this rule grants legal certainty and limits the period during which the ordinary functioning of the target company is altered without exposing the offer's addressees during the previous stage of the transaction. Indeed, their interests are protected pursuant to the general duty of loyalty.

The passivity rule applies with regard to actions or omissions objectively suitable (irrespective to the agent's intention) to make the offeror withdraw its offer or to cause the offer to have a negative result regardless of the addressees' level of acceptance. The offer's withdrawal based on its patent unfeasibility may be regarded as the application of *rebus sic stantibus*. As such, an offeror may withdraw its offer when its grounds have disappeared due to circumstances other inherent risks.

Conversely, the target company's directors may retain their functions to the extent the ongoing tender offer is not affected. Furthermore, they may take part in preparing actions that may impede the offer's success, either deliberately or not. When considered appropriate from a corporate-interest perspective, they may propose such actions at the general shareholders' meeting. Turning to procedural concerns, the strengthened information framework is notable: all directors, including those with a conflict of interest, must express their individual opinions on the offer. A description of the conflicts should follow in order to facilitate an assessment of their impartiality.

On the other hand, tender-offer regulations oblige the target's directors to publicly assess the offer within the first days of the acceptance period. The goals are, firstly, to complete the information published by the offeror so that the offer's addressees reach a properly informed decision of the bid and, secondly, to provide them with qualified advice during the decision-making process. Directors are considered to be in an ideal position to issue a qualified opinion on the offer given their knowledge of the company, experience and professional skills. To reinforce the informative and advisory functions of the directors' report on the bid, this obligation is also applicable to all the target company's directors; the report must include not only the board's opinion formed by a majority, but also the individual opinions of each director, including those with a conflict of interest. The strengthened transparency framework ensures that directors do not use their positions to affect the offer's development for their own profit.

To comply with the foregoing, each director must take a stance on the offer as soon as possible and, in any event, before carrying out any act that could potentially affect the offer. The bid's merits must be assessed in view of the corporate interest. Directors must determine whether the offer's completion would be in its addressees' financial and business interests. In line with the definition of corporate interest as the creation of sustainable value for shareholders, the business assessment of the offer should prevail. Nevertheless, given a tender offer's nature

of a sale and purchase of securities, its price is a major factor to be considered by the offerees. Directors should therefore issue an opinion on the price's appropriateness or, at least, provide input on which to base an opinion about the same.

Directors' duties set out in Spanish tender offer regulations are based, firstly, on shareholders' primacy as a way to distribute corporate powers and, secondly, on the linking of corporate interest with shareholders' interest. This, in turn, derives from the property right of the holders of the securities (and, therefore, addressees of a tender offer) and the frequency with which, within a takeover process, the target company's directors have a conflict of interest by the very nature of their position.

Considering the board of directors as a block with respect to conflicts of interest is futile given that it is not the entire body that can have specific interests contrary to the corporate interest, but rather individual members. Thus, conflicts should be assessed case by case. Conflicted directors must not take part in the preparation of a tender offer as well as the preparation and approval of actions that could impede its success, without prejudice to the indicated information obligations.

Finally, the target company's directors may incur administrative or civil liability in the event of a breach of their duties. However, scrutiny by the Spanish National Securities Markets Commission of tender offers makes infringements more difficult and un-remedied damages less likely. Furthermore, proving the requirements of civil liability is problematic, substantially reducing the likelihood of directors being found liable in the context of a tender offer.

## ABREVIATURAS

<b>AA.VV.</b>	autores varios
<b>AMF</b>	<i>Autorité des Marchés Financiers</i>
<b>BBTC</b>	<i>Banca Borsa Titoli di Credito: Rivista bimestrale di dottrina e giurisprudenza</i>
<b>BOE</b>	Boletín Oficial del Estado
<b>BORME</b>	Boletín Oficial del Registro Mercantil
<i>City Code</i>	<i>City Code on Takeovers and Mergers</i>
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>Código de Buen Gobierno</b>	Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en febrero de 2015
<b>coord(s).</b>	coordinador(es)
<b>DGRN</b>	Dirección General de los Registros y del Notariado
<b>Directiva de Opas</b>	Directiva (UE) 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a las ofertas públicas de adquisición
<b>dir(s).</b>	director(es)
<b>DOCE</b>	Diario Oficial de las Comunidades Europeas
<b>DOUE</b>	Diario Oficial de la Unión Europea
<b>ed(s).</b>	editor(es)
<b>etc.</b>	etcétera
<b>Informe Aldama</b>	Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas de 8 de enero de 2003
<b>Informe Pennington</b>	<i>Report on Takeover Offers and Other Offers</i> – Informe elaborado por el profesor Robert Pennington a instancia de la Comisión de las Comunidades Europeas en 1974
<b>Informe Winter</b>	<i>Report of the High Level Group of Experts on Issues Related to Takeover Bids</i> – Informe elaborado por un Grupo de Expertos de Alto Nivel de Derecho de Sociedades a instancia de la Comisión Europea en 2002
<b>Ley 6/2007</b>	Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores
<b>Ley 25/2011</b>	Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas



## ABREVIATURAS

<b>Ley 31/2014</b>	Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo
<b>Ley 39/2015</b>	Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas
<b>Ley 40/2015</b>	Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público
<b>Ley de Transparencia</b>	Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas
<b>LMV</b>	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (derogada por el TRLMV)
<b>LSA</b>	Ley de Sociedades Anónimas aprobada mediante el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (derogada por la LSC)
<b>LSC</b>	Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio
<i>op. cit.</i>	obra citada
<b>opa(s)</b>	oferta(s) pública(s) de adquisición de valores
<b>p(p).</b>	página(s)
<b>Panel</b>	<i>Panel on Takeovers and Mergers</i>
<b>RD de Opas</b>	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
<b>RD 1197/1991</b>	Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de ofertas públicas de adquisición de valores (derogado por la Ley 6/2007)
<b>RDBB</b>	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
<b>RDM</b>	Revista de Derecho Mercantil
<b>RdS</b>	Revista de Derecho de Sociedades
<b>R(R)DGRN</b>	Resolución(ones) de la Dirección General de los Registros y del Notariado
<b>Reglamento de Abuso de Mercado</b>	Reglamento 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, sobre el abuso de mercado
<b>RMV</b>	Revista de Derecho del Mercado de Valores
<b>ss.</b>	siguientes
<b>S(S)TS</b>	Sentencia(s) del Tribunal Supremo
<b>trad(s).</b>	traductor(es)
<b>TRLMV</b>	Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre
<b>vol.</b>	volumen
<b>vs.</b>	<i>versus</i>

## ABREVIATURAS

**WpÜG**

*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* – Ley alemana de adquisición de valores y de ofertas públicas de adquisición de 20 de diciembre de 2001 según las modificaciones introducidas por la Ley de 8 de julio de 2006

## INTRODUCCIÓN

El objeto de este trabajo es el estudio de los deberes de los administradores de una sociedad afectada o potencialmente afectada por una opa y del régimen de responsabilidad legal derivado de su incumplimiento.

Su interés, años después de la entrada en vigor de la actual normativa de opas (en España, en 2007), se justifica, en primer lugar, por la ausencia de un marco normativo o una elaboración doctrinal que establezca con precisión la conducta exigible en cada momento a los administradores de la sociedad afectada una opa. Es cierto que las obligaciones impuestas en la normativa de opas han sido estudiadas en términos generales, pero consideramos preciso profundizar en su estudio, desarrollarlas y examinarlas conjuntamente con las normas societarias generales para determinar su engarce y así establecer un marco de actuación único y específico. Más particularmente, la doctrina española apenas se ha ocupado del comportamiento de los administradores de la sociedad afectada en algunas fases de las opas, como su estudio y diseño o la preparación de actuaciones capaces de impedir su éxito, por lo que parece oportuno su análisis.

En segundo lugar, los principales trabajos doctrinales en la materia se elaboraron en los primeros años de vigencia de la normativa de opas actual. Sin embargo, desde entonces se ha producido una intensa reforma de la regulación societaria en general y de los deberes generales de los administradores en particular, especialmente en el año 2014, que nos compele a concretar las novedades legislativas en el contexto de una opa. En ese mismo periodo también se han producido algunas alteraciones en la actitud del accionariado de las sociedades cotizadas, derivadas particularmente de la falta de involucración de los accionistas minoritarios en la vida societaria, del movimiento de activismo impulsado por inversores institucionales que desean intervenir en la gestión de la sociedad, y de la internacionalización de los mercados de valores, que no se han considerado hasta ahora en lo que a opas se refiere. Concretamente, con la internacionalización de los mercados se ha producido un cruce de las culturas legales que ha puesto de manifiesto las distintas posiciones de los accionistas de las sociedades cotizadas en materia de opas en función de su nacionalidad. Los accionistas de tradición norteamericana reclaman de los administradores de sociedades europeas una intervención activa y proactiva en el desenvolvimiento de la oferta en línea con el modelo normativo estadounidense. Así las cosas, es deseable delimitar —cuando menos doctrinalmente, si no jurisprudencial, consuetudinaria o legalmente— la actuación debida por los administradores de la sociedad afectada de forma que, sin dejar de observar rigurosamente la normativa aplicable, se atienda a esta nueva realidad.

Y, en tercer lugar, se ha producido un notable incremento de estas operaciones en España en los últimos años. Desde 2007 hasta diciembre de 2018, se han autorizado sesenta y

cuatro opas, de las cuales cinco fueron formuladas por la propia sociedad con el objetivo de reducir capital, generar liquidez o adquirir autocartera y veintiuna por la sociedad o algún accionista de referencia para la exclusión de negociación. De las treinta y ocho opas restantes, nueve (casi el veinticuatro por ciento) han tenido lugar entre 2017 y 2018. Además, entre finales de 2018 y principios de febrero de 2019 se han anunciado o presentado otras cinco opas que están pendientes de autorización y que, sumadas a las nueve mencionadas, elevarían la citada proporción hasta casi el treinta y siete por ciento. Ante esta situación y sin ningún cambio normativo en el horizonte, parece oportuno volver sobre la regulación para dar respuesta a las cuestiones que afloran crónicamente en esta materia.

Desde la perspectiva jurídica, pueden distinguirse dos clases de opas: las opas obligatorias, que a su vez se subdividen en opas por toma de control, opas por exclusión de negociación y opas por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, y las opas voluntarias. Excluiremos del ámbito de este trabajo las opas por exclusión de negociación y las opas por reducción de capital y nos centraremos en el comportamiento exigible a los administradores de la sociedad afectada o potencialmente afectada por una opa obligatoria por toma de control o por una opa voluntaria. Son las opas de esta naturaleza, en cuanto que operaciones corporativas de concentración o de cambio de control, las que pueden suscitar tensiones societarias entre las distintas partes involucradas, las que sitúan el comportamiento de los gestores de la opada en el punto de mira.

Desde el surgimiento de este tipo de operaciones, se debate sobre la conveniencia de facultar a los administradores de la sociedad afectada para reaccionar frente a una opa al margen de la voluntad de sus destinatarios. Tras este debate subyacen dos discusiones de mayor calado societario. Por un lado, se cuestiona a quién debe atribuirse el control de una sociedad: a sus accionistas o a sus administradores. Por otro lado, se debate cuáles son los intereses dignos de protección en el seno de una sociedad. Ambos debates están interrelacionados, pues el control deberá otorgarse a quien esté en mejor posición de tutelar los intereses en juego. En este trabajo defendemos —y argumentaremos— que el interés social consiste en el interés común de todos los accionistas en la creación de valor sostenible y que el control societario debe atribuirse en última instancia a los accionistas.

En el marco de la creación del Mercado Único, se trató de armonizar la postura de los Estados miembros en la materia, pero las diferencias en las normas societarias nacionales y la reticencia de los Estados miembros a ceder estas competencias culminaron en la elaboración de una norma de mínimos y en la concesión de una considerable flexibilidad a los legisladores nacionales. En España, la respuesta legislativa a la pregunta planteada ha sido negativa: no conviene facultar a los administradores de la sociedad afectada para reaccionar frente a una opa, sino que corresponde a sus destinatarios valorar su idoneidad y determinar su desenlace. Partiendo de esta premisa, la normativa de opas aplicable en España establece reglas encaminadas a proteger *ex ante* los derechos de los titulares de valores afectados por una opa,

entre las que destaca la limitación de la actuación de los administradores de la sociedad afectada, comúnmente conocida como el deber de pasividad.

Sin perjuicio de lo anterior, la formulación de una opa no impone una inoperancia absoluta a los administradores de la sociedad afectada. Únicamente altera el ordinario reparto de competencias en garantía de los intereses de los destinatarios de la opa. Así las cosas, en este trabajo nos proponemos delimitar la actuación de los administradores de una sociedad afectada en cada fase o hito de una opa, determinando en qué consisten sus obligaciones principales derivadas de la normativa de opas y cómo deben integrarse éstas por las normas aplicables con carácter general. En particular, respecto a estas últimas, nos centraremos en analizar hasta dónde llega la diligencia debida y en qué se concreta la defensa del interés social en distintos momentos. Pretendemos dilucidar qué deben, pueden o no pueden hacer los administradores en este contexto, cómo pueden llevar a cabo aquello que les viene impuesto o les está permitido y qué sucede si no cumplen las reglas del juego.

Hemos organizado la investigación en siete capítulos. A modo de introducción a la materia y antes de adentrarnos en ella, hemos elaborado un capítulo inicial en el que exponemos sumariamente la racionalidad jurídica y económica de la figura de la opa con el fin de enmarcar nuestra investigación desde la perspectiva teleológica. Seguidamente, presentamos los dos modelos normativos existentes de distribución de roles en la sociedad afectada por una opa, el europeo y el estadounidense, y exponemos su significado jurídico-societario a la vista del posicionamiento de cada uno de estos ordenamientos en los debates ya mencionados sobre la distribución del poder societario y la noción de interés social.

Expuestos ambos modelos normativos, en el capítulo II nos adentramos en el modelo europeo tal y como ha sido transpuesto al ordenamiento español. En particular, en los capítulos II y III estudiamos en profundidad el deber de pasividad, que constituye una de las dos obligaciones esenciales de los administradores de la sociedad afectada y entra en vigor con el anuncio previo de la opa. El objetivo del capítulo II es comprender la razón de ser de esta norma —fundamentalmente desde la perspectiva jurídica, por la naturaleza de este trabajo de investigación, pero también económica por la inseparabilidad de ambas ramas— con el objetivo mayor de delimitar su alcance, tarea que abordamos en el capítulo siguiente. A tal efecto, en el capítulo II realizamos un análisis histórico de las normas comunitaria y nacional y analizamos la formulación del deber de pasividad en ambas, así como en otros ordenamientos europeos que hemos considerado relevantes. A continuación, profundizamos en el significado jurídico-societario de esta norma (a saber, la atribución del poder societario a los accionistas y la equiparación del interés social con el interés accionarial) y delimitamos su naturaleza jurídica como obligación de no hacer dispensable *ex ante* por la junta general de accionistas y como deber autónomo, pero coexistente con los deberes generales de diligencia y lealtad de los administradores. Elaborado este análisis, en el capítulo III nos ocupamos del alcance temporal, subjetivo y objetivo del deber de pasividad según ha sido transpuesto al ordenamiento español.

Para ello nos basamos no solo en un análisis exegético de la norma, sino también y, sobre todo, en el estudio teleológico de la misma elaborado en el capítulo anterior.

Los capítulos IV a VI del trabajo versan sobre la actuación de los administradores de la sociedad afectada o potencialmente afectada en las distintas fases de una opa. Así, el capítulo IV trata de la actuación exigible a los administradores que intervengan en la fase de preparación de una posible opa sobre la sociedad que administran. En esta fase no rige el deber de pasividad conforme a la legislación española. Mediante un estudio de las actuaciones que con mayor frecuencia llevan cabo los administradores de la sociedad objetivo en estas situaciones, y de las normas aplicables a ellas, analizaremos si la ausencia de deber de pasividad faculta a los administradores para obstaculizar cualquier tentativa de opa y si los intereses de los destinatarios de la potencial opa están suficientemente tutelados por medio de los deberes generales de los administradores. Los capítulos V y VI tratan ya sobre la actuación exigible en la fase de ejecución de una opa, una vez anunciada ésta y, por tanto, entrado en vigor el deber de pasividad. Concretamente, en el capítulo V estudiamos el comportamiento de los administradores en la gestión de actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa (esto es, de las actuaciones que configuran el objeto del deber de pasividad). Para ello, analizamos conjuntamente e intentamos encuadrar las normas especiales en materia de opas en las reglas ordinarias para la preparación y elevación a la junta general de propuestas de acuerdos de este tipo. No abordamos la gestión de las actuaciones excluidas del deber de pasividad puesto que éstas ya se delimitan en el capítulo III y, una vez identificadas y justificada su exclusión, su gestión se regirá por las normas societarias ordinarias. Por su parte, el capítulo VI se refiere a la segunda obligación esencial de los administradores de la sociedad afectada: la de pronunciarse públicamente sobre la opa. Por la naturaleza de esta obligación, la estructura de su estudio es paralela a la de los capítulos sobre el deber de pasividad y la metodología empleada también coincide.

Por último, cerramos el trabajo con el análisis, en el capítulo VII, de los regímenes de responsabilidad administrativa y civil derivada del incumplimiento de las normas expuestas a lo largo del trabajo. El régimen de responsabilidad civil, por su extensión, no puede ser abordado de forma exhaustiva, por lo que nos centramos en estudiar su aplicación en el contexto de una opa y, particularmente, en analizar la posible apreciación de los presupuestos de responsabilidad e identificar las acciones a disposición de los sujetos afectados. Dejamos fuera de este trabajo la posible responsabilidad penal por la escasa probabilidad que en nuestra opinión existe de que se produzcan ilícitos penales durante el normal desarrollo de una opa. Los motivos son, primero, los principios de intervención mínima y de subsidiariedad por los que se rige el Derecho penal; segundo, el alcance de las normas aplicables y de los distintos intereses que se pretende proteger; y, tercero, la estrecha supervisión ejercida por la autoridad competente.

Respecto a los métodos de investigación, el estudio de los temas consiste esencialmente en una combinación entre un análisis exegético y una interpretación teleológica de las normas

aplicables en España (fundamentalmente, la Directiva de Opas, el TRLMV, el RD de Opas y la LSC), soportada por un estudio de la doctrina al respecto (española y, en menor medida, estadounidense y británica). Además, consideramos necesario estudiar los antecedentes históricos y legislativos de las dos obligaciones esenciales de los administradores de la sociedad afectada, pues no es posible entender su actual formulación sin conocer su evolución a lo largo de los más de quince años que duró la elaboración de la norma comunitaria. Asimismo, nos parece conveniente comparar la regulación de dichos deberes en España con las normas equivalentes en otros ordenamientos, a efectos principalmente de identificar posibles mejoras al ordenamiento español. Establecemos como ordenamientos relevantes el británico, cuna de las opas en Europa y en el cual se inspira fuertemente la Directiva de Opas; el alemán, su tradicional rival en el ámbito societario y precursor del modelo continental imitado en los Estados limítrofes; el francés, situado en un punto intermedio entre ambos y quizá el más similar al régimen español (sin obviar la tendencia proteccionista surgida en el país); y el sueco, posiblemente de los más liberales de la Unión Europea. También nos parece adecuado atender al enfoque estadounidense de esta materia ya que, como veremos, es radicalmente opuesto al de la Directiva de Opas en su modalidad obligatoria. Por último, a lo largo del trabajo tratamos de delimitar el contexto económico en el que se encuadran las opas, introduciendo a tal efecto sumarias menciones a la función económica de estas operaciones y al impacto económico-empresarial de la conducta de los administradores de la sociedad afectada en ellas. El objetivo es identificar argumentos extrajurídicos detrás de las distintas opciones de política jurídica (societaria) expuestas para contribuir a los debates todavía abiertos en la materia.

Finalmente, para examinar este trabajo debe tenerse en cuenta que, en el caso de opas transfronterizas, se plantea una cuestión de ley aplicable: los distintos aspectos de la opa pueden regirse, bien por la *lex societatis* (ley de la jurisdicción en la que la sociedad afectada tenga su domicilio), bien por la *lex mercatus* (ley de la jurisdicción en la que coticen sus valores). En cada capítulo determinamos en qué supuestos de opas transnacionales aplicaría la ley española a las cuestiones objeto de estudio. No obstante, para una mejor comprensión de este trabajo, es recomendable asumir que la sociedad afectada es de nacionalidad española y que sus valores están admitidos a negociación exclusivamente en las Bolsas de Valores españolas. Así, la ley aplicable al comportamiento de sus administradores será en todo caso la española.

# **CAPÍTULO I. DISTRIBUCIÓN DE ROLES EN LA SOCIEDAD AFECTADA POR UNA OPA. APROXIMACIÓN A LOS DISTINTOS MODELOS NORMATIVOS Y SU SIGNIFICADO JURÍDICO-SOCIETARIO**

## **I. SIGNIFICADO DE LA OPA EN LA UNIÓN EUROPEA**

El artículo 5.1 de la Directiva (UE) 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a las ofertas públicas de adquisición (la “**Directiva de Opas**”) obliga a cualquier persona física o jurídica que, individual o concertadamente, haya adquirido un porcentaje de derechos de voto de una sociedad cotizada que le brinde el control de la misma, a formular una opa dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada a un precio equitativo. La transposición de esta norma es de carácter obligatorio y ha sido transpuesta a todos los ordenamientos de la Unión Europea, si bien cada legislador nacional ha desarrollado de manera particular las nociones de control, de concierto, de valores objeto de la opa y de precio equitativo, así como las excepciones a esta obligación, entre otros extremos.

El objetivo de este apartado es entender el significado de esta figura jurídica, para lo cual nos proponemos presentar las notas que la caracterizan, exponer su fundamento jurídico y económico y compararlo con el significado atribuido a ella en Estados Unidos. Vaya por delante que no es nuestra intención hacer un análisis exhaustivo ni recopilar toda la elaboración doctrinal en la materia, sino enmarcar nuestro trabajo de investigación y presentar las principales cuestiones que trascienden a la delimitación del rol de los administradores de la sociedad afectada por una opa.

### **1. Concepto y notas características de la opa**

El artículo 2.1.a) de la Directiva de Opas define una opa, a efectos de su alcance, como una *“oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional”*. Esta definición no se transpuso literalmente en el ordenamiento español. A efectos de lo previsto en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (el “**TRLMV**”), y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**RD de Opas**”), se entiende por opa toda *“oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada u otros valores que den derecho a su adquisición o suscripción”*. En vista de esta definición, una opa es (i) una oferta (ii) pública (iii) de adquisición (iv) de acciones, u otros



valores mediante los que se pueda obtener acciones, (v) de una sociedad cotizada. Para entender la figura jurídica de la opa, analizamos brevemente cada uno de los elementos que la conforman.

Una opa es, en primer lugar, una oferta que formula un sujeto, el oferente, interesado en realizar una determinada transacción. Sin ánimo de entrar en las cuestiones técnicas que el concepto de oferta suscita, la oferta debe reunir tres requisitos esenciales: debe incluir los términos esenciales del contrato proyectado, debe formularse con la intención de obligarse y debe dirigirse (y comunicarse) a las potenciales contrapartes contratantes. De conformidad con lo previsto en el RD de Opas, una opa deviene irrevocable desde el momento en que es anunciada al público, con las excepciones previstas en dicha norma y sin perjuicio del proceso de autorización al que posteriormente está sometida (proceso encaminado a verificar el cumplimiento de la normativa aplicable). Siendo así, la opa debería constituir ya en ese momento una oferta en el sentido civilista del término. La regulación del referido anuncio de la opa así lo pretende al imponer una serie de requisitos que reflejan, a nuestro parecer, los elementos de cualquier oferta jurídicamente válida. Lo explicamos sucintamente.

Respecto a la inclusión de los términos esenciales del contrato, el contenido del anuncio previo está tasado en la Circular 8/2008 de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la “CNMV”), por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores<sup>1</sup>. El oferente deberá describir en el anuncio los términos y condiciones principales de su oferta. En particular, deberá incluir información acerca de la naturaleza de la oferta, su contraprestación, cualesquiera condiciones para su eficacia en caso de oferta voluntaria, la necesidad de obtener autorizaciones, los acuerdos alcanzados en relación con la oferta, las iniciativas bursátiles del oferente y cualquier otra información que, a su juicio, pueda resultar necesaria para una adecuada comprensión de la oferta anunciada. En síntesis, se trata de un adelanto de toda la información que posteriormente habrá de exponerse en el folleto explicativo de la opa, documento que constituirá la base contractual de la relación oferente-titular de valores afectados. Es cierto que, en el marco del proceso de autorización de la oferta, podrían modificarse los términos y condiciones de la oferta a instancia de la autoridad competente (a fin de dar cumplimiento a alguna disposición legal) o a instancia del propio oferente (con el fin de mejorar su oferta). En tales casos, la oferta inicial quedaría modificada tan pronto como el propio oferente lo acordara y comunicara al mercado. También es cierto que las opas voluntarias pueden someterse a condición, si bien tales condiciones deben ser razonables y proporcionadas y la CNMV ha manifestado expresamente que no pueden entrar en conflicto

---

<sup>1</sup> La Directiva de Opas tan solo regula la obligación del oferente de hacer pública la decisión de formular una opa inmediatamente. Sin embargo, el legislador español optó por establecer el contenido de tal publicación, habilitando a la CNMV al efecto (artículo 16.5 del RD de Opas).

con el principio de irrevocabilidad de la oferta<sup>2</sup>. Sin perjuicio de lo anterior, consideramos que el anuncio previo sí incluye los términos esenciales del contrato de compraventa proyectado en ese momento. No cabe pensar en el anuncio de una opa en el que únicamente se informe de la intención de formular una oferta cuyos términos serán publicados más adelante porque, si los términos no se hubieran definido, no podría afirmarse la firmeza de la decisión y, si se hubieran definido, constituirían información privilegiada de obligada difusión al mercado de forma que permitiera una evaluación completa, correcta y oportuna por el público.

En cuanto a la intención de obligarse, en el caso de ofertas voluntarias, el artículo 16 del RD de Opas exige que el oferente anuncie la opa al público tan pronto como haya adoptado la decisión de formularla y haya verificado su capacidad de hacer frente a la contraprestación íntegra de la opa. Debe por tanto existir una decisión firme acerca del lanzamiento de la opa que, combinada con la irrevocabilidad de la oferta, no puede sino interpretarse como una intención, también firme, de quedar obligado por el mero consentimiento de la contraparte. En el caso de opas obligatorias, no existe una norma equivalente. La opa debe anunciarse públicamente tan pronto como se alcance el control de la sociedad afectada (esto es, tan pronto como se desencadene la obligación de formular la opa). Si bien no se requiere expresamente la toma de una decisión en firme, dado el alcance de una operación de esta naturaleza nos parece altamente improbable que un sujeto incurra en un supuesto de opa obligatoria involuntariamente (dejando a salvo los supuestos transitorios o susceptibles de ser dispensados por la autoridad competente).

Y en lo referente a la comunicación de la oferta a las potenciales contrapartes, los obligatorios medios de difusión del anuncio previo garantizan el acceso al mismo por parte de cualquier potencial destinatario de la opa y, por ende, el cumplimiento de este requisito.

En vista de lo anterior, consideramos que la opa es una oferta jurídicamente válida desde la publicación del anuncio previo.

En segundo lugar, la opa es una oferta pública. La publicidad implica que la oferta va dirigida al conjunto de titulares de valores sobre los que versa la opa, innominadamente. El oferente se dirige a un colectivo al completo, el de los tenedores de todos los valores que desea adquirir, con independencia de la identidad de sus miembros en cada momento. Téngase en cuenta que los titulares de valores son fungibles hasta el momento en que la oferta es aceptada<sup>3</sup>. Incluso en el caso de opas parciales destinadas a adquirir un número limitado de una clase de valores, la oferta se dirige a la totalidad de los titulares de dichos valores y, de haber un exceso

---

<sup>2</sup> Ver el documento de preguntas y respuestas sobre opas publicado por la CNMV el 5 de diciembre de 2018, disponible en [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAs\\_OPAs.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAs_OPAs.pdf) [fecha de consulta: 6 de diciembre de 2018].

<sup>3</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas” en AA.VV., *La Sociedad Cotizada* (coords. Vives, F., Pérez-Ardá, J.), Madrid, Barcelona: Marcial Pons, 2006, p. 87, se refiere a “la fungibilidad de la condición de socio”.

de aceptación, se aplica un sistema de distribución y prorrateo entre los aceptantes en proporción al número de valores objeto de su aceptación. El adjetivo “pública”, empleado también en las ofertas de suscripción o venta de valores, pretende poner de relieve la existencia de un número amplio de destinatarios y la irrelevancia de su identidad (conclusión a la que llegamos también por interpretación *a sensu contrario* del concepto —a punto de extinguirse— de colocación privada y que corrobora la definición del adjetivo “público” como “accesible a todos” y “destinado al público” por la Real Academia Española).

En tercer lugar, se trata de una oferta pública de adquisición. El negocio propuesto por el oferente es una compraventa en virtud de la cual el oferente adquiriría la propiedad de la cosa vendida contra el pago de un precio<sup>4</sup>. La oferta se dirige individualmente a cada titular de valores (fungibles hasta que se produzca, en su caso, la aceptación de la opa) y su aceptación dará lugar a tantos contratos bilaterales de compraventa como aceptantes haya<sup>5</sup>. Cada compraventa se perfeccionará al devenir irrevocable la aceptación del correspondiente titular de valores (esto es, al llegar el último día del plazo de aceptación sin que la declaración de aceptación haya sido revocada) sin que se haya revocado la oferta (esto es, sin que el oferente haya desistido de ella por los motivos legales permitidos y sin que se haya verificado el incumplimiento de ninguna condición de la opa al vencer el plazo al efecto). Una opa es por tanto una oferta de realizar un negocio jurídico bilateral entre el oferente, por una parte, y cada destinatario, por otra. Volveremos sobre esta característica en repetidas ocasiones a lo largo de nuestro trabajo pues es el punto de partida sobre el que se ha desarrollado la normativa de opas y distribuido los roles de los distintos sujetos intervinientes.

El cuarto elemento de la noción de opa constituye el objeto del anterior. El objeto de la compraventa propuesta por el oferente serán todos o parte de los valores emitidos por la sociedad afectada. Una opa obligatoria versará sobre todas las acciones con o sin derecho de voto de la sociedad afectada, sobre los derechos de suscripción de tales acciones, sobre las obligaciones convertibles en, o canjeables por, ellas, así como, a discreción del oferente, sobre los *warrants* u otros valores o instrumentos financieros por emitir o ya emitidos que den opción a la adquisición o suscripción de acciones de la sociedad. En contraste, una opa voluntaria versará sobre las acciones de la sociedad afectada o sobre otros valores que directa o indirectamente den derecho a su suscripción o adquisición. En vista de lo anterior, podemos afirmar que las opas son operaciones de dimensión societaria. Su exitosa ejecución puede entrañar cambios sustanciales en la sociedad afectada. Así, desde la perspectiva puramente societaria, de tener resultado positivo, se producirá un cambio de partes del contrato de sociedad

---

<sup>4</sup> En caso de opa con contraprestación en especie (habitualmente, de valores), comúnmente denominada opa de canje, el negocio jurídico constituiría una permuta en virtud de la cual se produciría un intercambio de cosas entre las partes.

<sup>5</sup> En el mismo sentido, respecto de una oferta de venta de valores, SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., *El folleto en las ofertas públicas de venta de valores negociables (OPV) y responsabilidad civil: ley aplicable*, Madrid: La Ley, 2015, pp. 63 y ss.

que podrá alterar su contenido (incluyendo su objeto o su causa) o, incluso, resultar en su extinción<sup>6</sup>.

El quinto y último elemento de la definición de una opa es la obligatoria admisión a cotización de las acciones de la sociedad afectada en un mercado regulado. Con ello entra en juego la dimensión bursátil de estas operaciones, que deberán articularse conforme a la normativa de los mercados de valores aplicable en cada momento. A lo largo del trabajo quedará patente cómo toda su estructura se ha armado en torno a los principios rectores de los mercados de eficiencia, integridad, igualdad de trato, información y protección del inversor.

Conviene aclarar que la normativa española no ha transpuesto el requisito relativo a la toma de control como causa del negocio porque, en España, la opa también se ha configurado como mecanismo obligatorio para otros fines, tales como la exclusión de negociación o la reducción de capital mediante amortización de autocartera. Además, los inversores recurren voluntariamente a este procedimiento con otros objetivos como la mera adquisición de acciones propias o la generación de liquidez. No obstante, hemos excluido del ámbito de este trabajo las opas por exclusión de negociación y las opas por reducción de capital para centrarnos en el comportamiento exigible a los administradores de la sociedad afectada por una opa obligatoria por toma de control o por una opa voluntaria para tomar el control. Son las opas de estas categorías, en cuanto que operaciones corporativas de cambio de control, las que pueden suscitar tensiones societarias entre las distintas partes involucradas, las que sitúan el comportamiento de los gestores de la opada en el punto de mira.

## 2. Fundamento jurídico de la figura de la opa

El fundamento legal de la figura de la opa ha sido estudiado minuciosamente por la doctrina y no puede ser —ni es nuestro propósito que sea— reproducido en este trabajo en su totalidad<sup>7</sup>. No obstante, es preciso apuntar las razones que sustentan esta construcción jurídica para garantizar una intelección teleológica de las normas que la integran.

---

<sup>6</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, Navarra: Civitas, 2009, pp. 31-32, defiende que “[e]n cuanto giran en torno al dominio de una sociedad, las OPAs hacen aflorar que nos hallamos ante una operación que afecta a la esencia del Derecho de sociedades, no ya simplemente porque el control o dominio sobre la sociedad es un valor que forma parte de ella, sino porque el régimen jurídico de la sociedad —y en definitiva la designación de los titulares de sus órganos, sea el de administración o su junta general— se ven alterados sustancialmente como consecuencia de la OPA”. GALLEGU CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas ante la Formulación de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones*, Navarra: Thomson-Aranzadi (monografía asociada a RdS), 2013, pp. 37 y ss., defiende que las opas tienen una triple dimensión societaria, del mercado de valores y de la competencia y afirma que la alteración de la composición del accionariado derivada de una opa exitosa puede desencadenar un cambio en la política empresarial de la sociedad afectada en virtud del principio de mayoría que rige el funcionamiento de la junta general.

<sup>7</sup> Al respecto *vid.*, por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 31-40, 123-125; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, Madrid: Civitas, 1996, *in totum*.

La figura jurídica de la opa persigue, a nuestro juicio, tres propósitos esenciales. Primero y más importante, en cuanto que oferta de adquisición de valores dirigida directamente a sus titulares, pretende dar lugar a un negocio jurídico consensual, bilateral y oneroso entre dos categorías de sujetos (el oferente, de una parte, y cada titular de valores, de otra). El consentimiento, como en cualquier contrato, debe ser otorgado por cada uno de los contratantes. La obligatoriedad de la opa como procedimiento de toma de control refleja la intención de someter el éxito o fracaso de los cambios de control a estos sujetos: el aspirante a titular del control y su(s) predecesor(es). A estos sujetos y no a otros, como se deriva de la nota de bilateralidad de la compraventa. La Directiva de Opas expresa como principio fundamental de estas operaciones el derecho de los titulares de valores afectados por una opa a tomar una decisión respecto a la misma. Toda la regulación comunitaria de las opas y, particularmente, las normas reguladoras de la actuación de los administradores de la sociedad afectada pivotan en torno a este derecho.

Segundo, la figura de la opa pretende garantizar la igualdad de trato entre todos los integrantes de la parte vendedora (parte en sentido amplio, en relación con la oferta en su integridad)<sup>8</sup>. En su origen, esta figura se presentó como alternativa a la compraventa privada de un paquete de control, que situaba en inferioridad de condiciones a los titulares de un volumen irrelevante de valores de una sociedad frente al titular de un paquete de control de ésta. Téngase en cuenta que quien dispone del objeto de la negociación (en este caso, el paquete de control) tiene una posición aventajada con la que alcanzar un acuerdo provechoso, frente a quien no dispone del mismo y, por tanto, no puede satisfacer los intereses de la contraparte. Reglas básicas de negociación. Además, el inversor interesado en adquirir un paquete de control está dispuesto a pagar una prima por el control en sí, más allá del precio individual de cada uno de los valores que adquiera. Siendo así, de no existir un proceso reglado de opas, cualquier accionista minoritario estaría abocado a obtener siempre un precio inferior por sus valores que el que podría obtener un accionista mayoritario por la venta de su paquete. La opa permite por tanto que el sobreprecio asociado al control de la sociedad se distribuya entre el conjunto de sus accionistas de forma equitativa. Esta cuestión está lejos de ser pacífica, pues se discute la titularidad del control (y, por tanto, del derecho a disponer de él). La obligación de formular una opa se construye sobre la teoría de que el control es propiedad del conjunto de los accionistas (omitimos la extensión a titulares de otros valores de la sociedad afectada que efectúa el ordenamiento español), y no de los concretos titulares de la participación de control<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Sobre el principio de igualdad de trato como premisa de la figura de la opa, *vid* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, *op. cit.*, pp. 135 y ss. VIVES RUIZ, F., “Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades” en AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, *op. cit.*, p. 666, afirma que el principio de igualdad de trato es la verdadera esencia de la figura jurídica de la opa.

<sup>9</sup> Sobre el debate al respecto y notablemente escéptico respecto al derecho de los minoritarios a percibir una parte de la prima de control, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, *op. cit.*, pp. 188 y ss.

La tercera razón de ser de esta figura jurídica está asociada a la libre transmisibilidad de los valores de la sociedad cotizada. Ante un cambio de control real o potencial, la formulación de una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada otorga a todos ellos un derecho automático de salida. Es posible que la perspectiva de un cambio de control y, en definitiva, de un cambio sustancial de las partes del contrato social no sea del agrado de las restantes partes del mismo. Es posible también que la ejecución del cambio de control y, por tanto, la concentración de un número elevado de valores en manos de un único sujeto reduzca la liquidez de los valores de la sociedad afectada por debajo del nivel deseable en un mercado de valores regulado. Tan es así que la ejecución de una opa puede resultar en la exclusión de negociación de la sociedad por incumplimiento del requisito de distribución suficiente. Frente a esta situación, la opa permite desinvertir de la sociedad afectada con inmediatez (además de en las mismas condiciones que el vendedor o vendedores mayoritarios) y atribuye una suerte de derecho de separación no solo a los accionistas, sino también a los titulares de otros valores afectados por la opa.

Esta sistematización de los propósitos de la opa pone de manifiesto los conflictos de interés que la transmisión del control puede plantear. Primero, la atribución de la decisión a los titulares de valores de la sociedad afectada (mayoritariamente accionistas) revela el conflicto que puede generarse entre este colectivo y otro colectivo con capacidad para influir en el resultado de la opa (a lo largo del trabajo analizaremos por qué): los administradores de la sociedad afectada. Segundo, la imposición del reparto de la prima de control revela el conflicto que la cesión del control puede entrañar entre el accionista mayoritario y los restantes accionistas de la sociedad afectada. Y, tercero, la concesión de un mecanismo de salida revela el conflicto que puede surgir entre el nuevo socio de control y los accionistas pre-existentes tras la liquidación exitosa de la opa. En este trabajo nos ocupamos del primero de ellos.

### **3. Función económica de las opas**

Hemos establecido que las opas se conciben como un mecanismo de toma de control de una sociedad cotizada. Desde la perspectiva económica, esta toma de control puede obedecer, esencialmente, a dos intereses: (i) a la intención de integrar la sociedad afectada en otra sociedad o grupo de sociedades y, por tanto, de efectuar una operación de concentración empresarial o (ii) a la intención de extraer un rendimiento financiero a través de una participación mayoritaria en la sociedad afectada y, potencialmente, de una intervención o participación activa en su gestión. En otras palabras, puede tratarse de una inversión de carácter industrial o financiero<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., p. 31, se refiere a la concentración económica como motivo principal de una opa. COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance”, *Columbia Law Review*, vol. 84, núm. 5, junio 1984, pp. 1167 y ss., señala también como potenciales motores de una opa (i) la conocida estrategia empresarial del *empire-building* o, más coloquialmente, del crecer por crecer para satisfacer intereses extrasociales de los gestores del oferente y (ii) la extracción de beneficios de los destinatarios de la opa enfrentados al dilema

En el primero de los casos, el proceso de concentración económica persigue como objetivo fundamental crear una empresa competitiva mediante la agregación, racionalización y uso eficiente de los recursos económicos de dos entidades hasta entonces diferenciadas<sup>11</sup>. En el segundo, se trata de apropiarse del valor generado hasta ahora y pendiente de aflorar, o bien de mejorar la gestión y maximizar la capacidad de generación de valor de la sociedad. En este sentido, se ha argumentado que la perspectiva de una opa contribuye a disciplinar a los administradores y mejorar su gestión social, y que su lanzamiento es una forma de censurar la gestión efectuada hasta la fecha (pues reflejaría la convicción del oferente de su capacidad de generar mayor valor)<sup>12</sup>. Un tercer interés podría ser el de integrar la sociedad afectada en un grupo consolidado a efectos de diversificar la actividad empresarial y, así, reducir el riesgo del grupo. La racionalidad de esta inversión nos parece asimilable a la de una inversión financiera, pues se trata en esencia de adquirir un activo con el que obtener un rendimiento que se añada al rendimiento positivo o neutralice el rendimiento negativo de otro activo. Sería tanto como la diversificación de una cartera de inversiones.

---

del prisionero que no desean ni aceptar la oferta ni verse atrapados en minoría en una sociedad controlada por un determinado sujeto. Los califica como motores de redistribución de la riqueza de unos actores a otros (en la primera, de los accionistas del oferente a los de la sociedad afectada y, en la segunda, al revés), y no como motores de creación de riqueza, y pugna por su desaparición. En este trabajo, omitimos la primera causa por su contradicción con el deber de lealtad de los administradores, más escrutinado hoy que en 1984, y la segunda por su carencia de sentido empresarial legítimo. EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “Corporate Control Transactions”, *The Yale University Journal*, vol. 91, núm. 4, marzo 1982, p. 707, explican que no se deben tener en cuenta las tomas de control motivadas por intereses particulares de los gestores del oferente (como el *empire building*) para determinar las reglas de conducta de los gestores de la sociedad afectada, puesto que (i) la ausencia de justificación (o de legitimidad *vis-à-vis* los accionistas del oferente) del sobreprecio ofrecido no obliga a rechazarlo y (ii) el mercado ya penaliza su pago, lo que sirve de advertencia para futuros oferentes.

<sup>11</sup> En este sentido se pronunció el Comité Económico y Social en su dictamen sobre la primera propuesta de Directiva de Opas presentada por la Comisión Europea en 1989 (DOCE C-298 de 27 de noviembre de 1989, pp. 57 y ss.): “La constitución en el ámbito comunitario de grupos con capacidad para hacer frente a la competencia internacional representa un elemento de confianza para el mercado financiero europeo y para el tejido económico-productivo en general. De hecho cabe señalar que en el contexto actual ciertos operadores de países terceros, con alta disponibilidad financiera y amplia capacidad de endeudamiento, pueden fácilmente adquirir en Europa sociedades y sectores estratégicos fundamentales.” Igualmente, tras el rechazo de la segunda Propuesta de Directiva de Opas en 2011, el comisario Frits Bolkestein expresó su decepción al considerar que el rechazo de la Propuesta representaba un importante paso atrás para alcanzar los objetivos acordados en Lisboa por los Jefes de Gobierno europeos de lograr un mercado de capitales europeo integrado en 2005 y hacer de Europa la economía más competitiva del mundo en 2010 (IP/01/243). *Vid infra* “Génesis de la Directiva de Opas”.

<sup>12</sup> Sobre la función disciplinar de las opas, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinar de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, *RDBB* 47, 1992, pp. 665-689; LEL, U., MILLER, D., “Does takeover activity cause managerial discipline? Evidence from international M&A laws”, *The Review of Financial Studies*, vol. 28, 2015, pp. 1588 y ss.; MANNE, H., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *The Journal of Political Economy*, vol. 73, 2, abril 1965, pp. 110-120, disponible en <https://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/Manne.pdf> [fecha de consulta: 15 de octubre de 2018]; e EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *Harvard Law Review* 94, 1981, pp. 1168 y ss. *Vid infra* “Mejora de la gestión de las sociedades “opables””.

Como consecuencia de lo anterior, las opas se definen como operaciones del mercado de control societario. La diferencia fundamental entre una opa y otras operaciones de toma de control reside en que la opa es una oferta dirigida directamente a los titulares de valores y a ellos corresponde tomar una decisión individual al respecto, en cuanto que partes contratantes del negocio jurídico en vuelo. *A priori*, se elimina del proceso de decisión al órgano de administración de la sociedad afectada (no así al del oferente, que en función del Derecho societario nacional y de la envergadura de la operación puede ser el decisor último por cuenta de esta parte de la operación).

Esta concepción de las opas y, en particular, su configuración como operación bilateral contratada directamente con los titulares de valores de la sociedad afectada, suscita dudas sobre su conveniencia para el conjunto de la economía y, por ende, de la sociedad. Mientras que algunos autores defienden la capacidad de las opas y, en general, de las concentraciones empresariales de crear valor del que se beneficiarán los inversores y la sociedad su conjunto<sup>13</sup>, también hay doctrina de signo contrario que entiende que los cambios de control y las concentraciones se producen a costa —fundamentalmente— del empleo de las sociedades afectadas. Es cierto que el oferente formula su oferta con la expectativa de obtener valor para sí, y que esta obtención de valor pasa, con frecuencia, por la redistribución o racionalización de los recursos sociales. A pesar de ello, en nuestra opinión, maximizar el aprovechamiento de estos recursos puede generar riqueza para el conjunto de la sociedad en términos agregados con base en las reglas básicas de funcionamiento de la economía de mercado y, además, en la redistribución de la renta por la vía fiscal. A nivel de la propia sociedad afectada, un adecuado reparto de beneficios, o unas normas que lo aseguren, impediría que la operación de concentración redundase en el exclusivo beneficio del oferente en detrimento de sus consocios. Naturalmente, el impacto de cada opa será diferente y no puede realizarse una afirmación universal sobre la utilidad económica de todas ellas<sup>14</sup>. No obstante, sí creemos que puede afirmarse la capacidad de las operaciones de concentración de generar efectos positivos para distintos grupos de interés y la posibilidad de que éstos absorban potenciales efectos negativos.

---

<sup>13</sup> Entre otros, GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos”, *RMV I*, 2007, p. 134; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid: Civitas, 1999, p. 26-27; RECALDE CASTELLS, A., “Régimen jurídico de las Opas: concepto, función económica y principios de ordenación” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (coords. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 30-34; EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “Corporate Control Transactions”, *op. cit.*, pp. 705 y ss.; y MANNE, H., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *op. cit.*, pp. 110 y ss.

<sup>14</sup> Ya advirtieron de esto COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance”, *op. cit.*, pp. 1148 y ss.; y JOHNSON, L., “Corporate Takeovers And Corporations: Who Are They For”, *Washington and Lee Law Review*, vol. 43, núm. 2., 1986, pp. 781 y ss., disponible en <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2873&context=wluir> [fecha de consulta: 16 de octubre de 2018].



En otras palabras, sí creemos en la capacidad de las opas de generar valor en términos agregados.

Por otra parte, este tipo de operaciones contribuye a la eficiencia de los mercados de valores. En primer lugar, la promoción de estas operaciones favorece la circulación del capital y la liquidez de los mercados. En segundo lugar, el mecanismo de la opa evita que una operación masiva de venta de valores afecte negativamente a su precio de cotización. Una orden de venta de un paquete relevante en el mercado (o multitud de órdenes de venta de menor tamaño) puede influir de forma negativa en el precio de los valores afectados, en atención a la regla de oferta y demanda y debido también a la probable imitación de la conducta inversora por otros inversores menos cualificados, temerosos de una bajada del valor de su inversión y dubitativos acerca de las razones de la venta de un paquete significativo (razones que, por otra parte, pueden consistir simplemente en el vencimiento del plazo de una inversión colectiva o en el alcance del objetivo de rendimiento esperado, sin relación alguna con la evolución de los precios de cotización o proyección de la misma en ese momento)<sup>15</sup>. En cambio, una venta ordenada permitirá a los accionistas vendedores optimizar el precio de venta para, entre otras cuestiones, reflejar el valor real de la empresa e incorporar la prima de control.

#### **4. Principales diferencias con el significado de la opa en Estados Unidos**

El Derecho estadounidense no establece una obligación de formular una opa por toma de control equivalente a la recogida en el artículo 5.1 de la Directiva de Opas. La elección de la opa como mecanismo para adquirir o intentar adquirir el control de una sociedad cotizada se somete a la discreción del pretendido adquirente, que puede optar —entre otras alternativas que no interesan ahora— entre formular una opa sobre el número máximo de valores que desea adquirir o bien acudir directamente a los titulares de dichos valores para negociar con ellos operaciones de compraventa privadas<sup>16</sup>. Se permite que el titular del control acuerde unilateralmente (en sentido figurado por comparación con todo el cuerpo accionarial; evidentemente se precisará del acuerdo de su contraparte) su transmisión a un tercero, sin voz o voto de sus consocios. La *Securities Exchange Act* de 1934, norma que contiene la única regulación en materia de opas a nivel nacional, se limita a imponer una serie de requisitos procedimentales y de información, tanto al oferente como a la sociedad afectada, para garantizar que los destinatarios de la opa

---

<sup>15</sup> Sobre la imitación de conductas inversoras, GILSON, R., KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review* 70, 1984, pp. 549 y ss. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (dir. Sebastián Quetglas, R.), 2ª edición, Madrid: Wolter Kluwers, 2018, p. 63, afirma que el procedimiento reglado de la opa pretende, entre otros, “preservar el correcto funcionamiento del mercado de valores ante operaciones masivas de adquisición de acciones”.

<sup>16</sup> EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *op. cit.*, p. 1200, afirman que la opa es una válvula de escape de los oferentes que desean tomar el control de la sociedad afectada en el caso de que otros mecanismos (e.g., una fusión) no prosperen a causa de la actitud hostil u obstaculizadora de los administradores de la sociedad.

toman decisiones informadas al respecto<sup>17</sup>. En otras palabras, no se ha considerado preciso reservar al conjunto del accionariado las decisiones relativas a la titularidad del control de la sociedad ni establecer garantías específicas en estas operaciones más allá de la debida transparencia.

Por otra parte, la no obligatoriedad de la opa supone que no se considera necesario repartir la prima de control entre todos los accionistas preexistentes. Esta cuestión no es pacífica entre la doctrina estadounidense. A su favor se ha defendido que la desigual asignación de la prima de control aumenta la probabilidad de los inversores de realizar un negocio ventajoso —sobre un bloque de control— a la par que incentiva la realización de operaciones de control, al disminuir su coste<sup>18</sup>, y en definitiva moviliza la riqueza. En contra, se ha definido el control como un activo social perteneciente a la propia sociedad afectada y se han enarbolado las banderas de la justicia y la equidad en defensa del derecho de los minoritarios a vender sus valores en igualdad de condiciones<sup>19</sup>. Hasta la fecha, los defensores de la primera opción parecen haber ganado la batalla en Estados Unidos.

---

<sup>17</sup> La exigua regulación de las opas en la *Securities Exchange Act* de 1934 fue introducida por la *Williams Act* de 1968 con el objetivo de frenar las malas prácticas en materia de opas llevadas a cabo hasta la fecha y garantizar la protección de los accionistas. Es interesante la discusión que efectúan JOHNSON, L., MILLON, D., “Misreading the Williams Act”, *Michigan Law Review*, vol. 87, junio 1989, pp. 1862 y ss., acerca del auténtico objetivo de la *Williams Act*. Argumentan que se promulgó sobre la base de tres asunciones: (i) la autonomía de los accionistas en lo referente a la enajenación de sus valores; (ii) la maximización de la riqueza de los accionistas como criterio de orientación del Derecho societario; y (iii) la irrelevancia del impacto de la opa en grupos de interés distintos de los accionistas. No obstante, los autores defienden que un cambio de contexto (particularmente, el fortalecimiento de la posición de los administradores, la consideración de los intereses no accionariales y la revelación de los efectos perjudiciales de las opas) pone de manifiesto la dimensión societaria de las opas, más allá de su pura concepción como una suma de operaciones de compraventa de valores, y la incorrecta interpretación de la *Williams Act* como derogatoria de las normas federales vigentes hasta entonces que facultaban a los administradores para intervenir en el desarrollo de las opas. Los autores afirman también que esta ley no trata de proteger la autonomía de los accionistas (esto es, su derecho a decidir sobre el éxito de la opa), sino su bienestar (esto es, su derecho a ver sus intereses satisfechos a resultados del éxito o de la opa) y apuntan que a este debate subyace otro de mayor calado: el debate en torno a los intereses dignos de protección en el contexto de una opa.

<sup>18</sup> EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “Corporate Control Transactions”, *op. cit.*, pp. 698, 708 y ss., defienden que no debe distribuirse la prima de control porque ello reduciría la liquidez del mercado de control y, por tanto, la probabilidad de que se generaran beneficios derivados de estas operaciones. Concretamente, consideran que el obligatorio reparto de la prima, bien incrementaría el coste de las operaciones para ofrecer a los minoritarios una prima equivalente a la del tenedor del control, lo que reduciría el volumen de ofertas en el mercado, bien disminuiría la prima ofrecida al tenedor del control para poder ofrecer un equivalente a los restantes accionistas sin incrementar el coste agregado de la operación, lo cual reduciría el nivel de aceptación de las ofertas lanzadas. Sobre esta base, Easterbrook y Fischel consideran suficiente establecer reglas que impidan que la situación de los restantes accionistas empeore por un cambio de control y que, en caso de ceder sus valores, éstos reciban cuando menos su valor de mercado a cambio. Además, entienden que todos los accionistas pueden beneficiarse de un cambio de control articulado como una cesión privada, pues el transmitente del control obtendrá una prima por su paquete y los restantes accionistas participarán del incremento de valor de la empresa que el adquirente espera generar.

<sup>19</sup> BERLE, A., “«Control» in corporate law”, *Columbia Law Review*, vol. 58, 1958, pp. 1212 y ss., ya apunta el emergente concepto de control como activo societario al definirlo como una función inherente a la estructura de la sociedad: la función de elegir a los gestores y de ejercer cierta influencia sobre ellos. Posteriormente, BERLE,

Además, los legisladores estadounidenses no han estimado oportuno otorgar a los titulares de valores de la sociedad afectada un derecho de salida automático ante cualquier cambio de control. Esto es coherente con la concepción del cambio de control como una operación bilateral entre el transmitente y el adquirente del control, sin cabida para los restantes accionistas más que por decisión del adquirente, y con el intento de potenciar estas operaciones a base de minimizar su coste.

De este breve análisis se extrae que, en Estados Unidos, por defecto se otorga a la operación de transmisión del control de una sociedad cotizada la naturaleza de una cesión privada sujeta a la autonomía de la voluntad de las partes. Solo a voluntad del potencial adquirente puede sustituirse este régimen de Derecho privado por un procedimiento reglado abierto al público. Ahora bien, una vez elegida la opa como mecanismo para alcanzar el control de una sociedad cotizada en Estados Unidos, su articulación es muy similar a la comunitaria en términos de protección de los accionistas ajenos al bloque de control. Se trata en definitiva de un procedimiento sometido a la supervisión de la autoridad competente y sujeto a una serie de cautelas (incluyendo su dirección a todos los titulares de valores afectados, la igual difusión de información o la aplicación de un sistema de prorrateo cuando se produzca un exceso de aceptación) que garantizan, ahora ya sí, el idéntico tratamiento de todos los titulares de valores afectados.

Seguidamente expondremos que esta opción de política legislativa, en lo que respecta a la relación *inter partes* de la compraventa y a la interrelación de los miembros del accionariado de la sociedad afectada, no elimina la dimensión societaria del cambio de control. Al contrario,

---

A., “Price of Power: Sale of Corporate Control”, *Cornell Law Review*, vol. 50, núm. 4, 1965, pp. 637 y ss., argumenta que la facultad de influir en la elección a los administradores (ya sea por tener la mayoría de los derechos o, al revés, una minoría que otorgue un derecho de veto) no es una derivada del derecho de propiedad del titular, como sí ocurre con los derechos a participar en las ganancias sociales o en el patrimonio resultante de la liquidación. Sobre esta base el profesor Berle defiende que el control es un activo societario y que su precio corresponde a todos los accionistas por igual. A nuestro juicio, esta teoría es tanto como desligar el derecho de voto de la titularidad de la acción y, en definitiva, de la condición de socio. No nos parece oportuno puesto que los derechos políticos se conceden precisamente a los tenedores de acciones con la finalidad de proteger la propiedad de éstas y los derechos económicos asociados a las mismas. Cuestión distinta es que el control se pueda obtener mediante la adquisición y agregación de derechos de voto anteriormente poseídos por distintos sujetos y que, consecuentemente, se desee conceder a todos los accionistas individualmente considerados la oportunidad de participar de los beneficios de esa agregación (esto es, de la prima de control). BAYNE, D., “Philosophy of corporate control”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 112, 1963, pp. 22 y ss., disponible en [https://scholarship.law.upenn.edu/penn\\_law\\_review/vol112/iss1/2/](https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol112/iss1/2/) [fecha de consulta: 16 de octubre de 2018], defiende que el control es una función inherente a la “custodia” de la sociedad (custodia que se encomienda a los gestores) y que corresponde a los custodios promover los intereses de la sociedad con carácter primordial. Ahora bien, considerando que la concepción de la sociedad como una entidad propia es una ficción jurídica y que, en realidad, se trata de una asociación de personas con distintos intereses, el profesor Bayne sostiene que la sociedad tiene como finalidad satisfacer dichos intereses y que el custodio la asume como finalidad secundaria. Así, el control (como función) tiene tres responsabilidades: (i) establecer una estructura societaria adecuada; (ii) diseñar una política de gestión adecuada; y (iii) seleccionar a los administradores y a directivos competentes en el sector de actividad de la sociedad. Bayne concluye que el control es un auténtico activo social del que todos los accionistas tienen derecho a beneficiarse.

en el marco de una opa, los administradores de la sociedad afectada desempeñan un papel preponderante, en coherencia con el rol primario que el Derecho societario norteamericano les viene otorgando en la vida societaria a fin de que puedan reaccionar frente a la opa por cuenta de la sociedad afectada de la forma más acorde con el interés social<sup>20</sup>.

## II. SUJETOS INTERVINIENTES EN UNA OPA

El artículo 2.1.f) de la Directiva de Opas define “*partes de la oferta*” como “*el oferente, los miembros del órgano de administración o dirección del oferente cuando se trate de una sociedad, la sociedad afectada, los titulares de valores de la sociedad afectada y los miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada y las personas que actúen de concierto con las partes mencionadas*”. Dejando al margen las personas que actúen de concierto, cuya inclusión no tiene otro propósito que el de extenderles el régimen legal aplicable a las partes en cuestión con el fin de evitar un fraude de ley, distinguimos cinco categorías de sujetos.

En primer lugar, interviene el oferente, que es la persona física o jurídica que presenta una oferta a la segunda categoría de sujetos, los titulares de valores de la sociedad afectada. En puridad, estas dos categorías son las únicas partes (contratantes) del negocio jurídico proyectado: la compraventa de valores. Según vaya aceptándose la opa, el oferente va adquiriendo frente a cada aceptante la condición de comprador obligado a pagar el precio, y cada titular de valores que haya aceptado la oferta, la de vendedor obligado a entregar la cosa frente al oferente (ahora comprador). Esta precisión es fundamental para entender la normativa europea de opas, construida en torno al derecho de los titulares de valores, en cuanto destinatarios de la oferta y potenciales partes contratantes de la operación proyectada, a decidir libremente sobre la oferta recibida.

La tercera categoría de sujetos la conforma la sociedad afectada, “*la sociedad cuyos valores [son] objeto de la oferta*” en términos de la Directiva de Opas. La sociedad afectada no es emisora ni receptora de la oferta, pero es sujeto afectado por cuanto constituye el “objeto último” de la compraventa proyectada. Como hemos adelantado, desde la perspectiva económica, el oferente formula una oferta con la pretensión de obtener el control (o como resultado de una obtención de control previa) de la sociedad afectada a través de la adquisición de derechos de voto suficientes. La propia Directiva de Opas así lo expresa en su definición de opa. Desde la perspectiva jurídica, interesa la relación existente entre la sociedad afectada y cada titular de valores afectados por la opa. En la inmensa mayoría de los casos, dichos valores son acciones de la sociedad cuya tenencia atribuye la condición de accionista y todos los derechos asociados a ella. En otros casos (los menos), los valores constituyen instrumentos de

<sup>20</sup>

Vid *infra* “La distribución del poder societario: *shareholders’ primacy vs. directors’ primacy*”.

deuda en virtud de los cuales se entabla una relación acreedor-deudor. De aceptarse la oferta, el oferente se subrogará en la correspondiente posición de accionista o de acreedor frente a la sociedad afectada, mientras que los titulares aceptantes perderán tal condición. En el contexto de una opa, la sociedad afectada debe seguir observando sus obligaciones societarias y bursátiles en favor de sus accionistas e inversores.

Las categorías cuarta y quinta de partes de la oferta son los miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente. Nuevamente, dichos sujetos no son partes contratantes del negocio de la opa. Tampoco son el objeto de la misma, ni sus relaciones jurídicas con las restantes “partes” de la oferta deben verse necesariamente afectadas por el mero lanzamiento o ejecución de la opa. Su relevancia jurídica procede de la propia pertenencia al órgano titular de los poderes de gestión y representación, bien del oferente, bien de la sociedad afectada. La normativa de opas impone —especialmente a los segundos— una serie de obligaciones con el fin de delimitar su rol en el transcurso de una opa y, en esencia, de alinear el uso de dichos poderes con la razón jurídica y económica de estas operaciones. El propósito de este trabajo es entender el rol que se atribuye a los administradores de la sociedad afectada y, con base en ello, definir el alcance de las prohibiciones y obligaciones que se les imponen.

Esta enumeración de partes de la oferta no agota los colectivos en los que el lanzamiento de una opa o su liquidación exitosa puede tener impacto. Entre ellos destacan los empleados tanto de la sociedad afectada como del oferente (colectivos a los que la Directiva de Opas presta relativamente gran atención con base en el efecto negativo de las operaciones de concentración empresarial en el empleo); los directivos de la sociedad afectada cuyos cargos pueden peligrar o, al contrario, consolidarse ante un potencial cambio de control; los acreedores de la sociedad afectada, la viabilidad de cuyos créditos puede verse afectada por un cambio de control y, por ende, un cambio de la política de endeudamiento o, en general, de la estrategia empresarial de la sociedad afectada (sin obviar la frecuencia de las cláusulas de vencimiento anticipado por cambio de control); los proveedores y los clientes de la sociedad afectada, por los mismos motivos; y, en general, cualesquiera partes contratantes con ella en el ámbito de su actividad<sup>21</sup>. No obstante, la enumeración de partes de la oferta contemplada en la Directiva de Opas sí refleja, a nuestro modo de ver, el conjunto de sujetos intervinientes en el negocio jurídico de la opa en cuanto que tal, los unos como sujetos y objeto de ésta, los otros como máximos gestores y representantes de aquéllos. En todo caso, no es objeto de este trabajo estudiar el significado de la opa para estos grupos de interés ajenos al propio negocio jurídico, o el rol que éstos deben desempeñar en ella. Únicamente nos referiremos a ellos a la hora de determinar los criterios

---

<sup>21</sup> GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., pp. 44 y ss., alude a estos grupos de interés en un intento, logrado, de sistematizar los distintos intereses en juego en el marco de una opa.

con los que los administradores de la sociedad afectada deben evaluar la conveniencia de la opa para el interés social.

### **III. MODELOS NORMATIVOS DE DISTRIBUCIÓN DE ROLES EN LA SOCIEDAD AFECTADA POR UNA OPA**

#### **1. El modelo europeo**

Ya hemos explicado que la normativa comunitaria de opas se sustenta sobre el derecho de los titulares de valores afectados a decidir libremente sobre la opa. La tutela de este derecho pasa por limitar la autonomía de quienes pueden frustrarlo: los administradores de la sociedad afectada. Nuestro propósito en este apartado no es adentrarnos en los pormenores de estas normas, sino únicamente presentar el modelo normativo europeo y compararlo con el modelo opuesto, el estadounidense, con el objeto de enmarcar nuestro trabajo. Antes de exponerlo, conviene advertir que la Directiva de Opas se configuró como una norma de mínimos, concediendo a los Estados miembros discrecionalidad para no imponer sus sociedades nacionales el deber de pasividad, en función de sus respectivas preferencias de política jurídica<sup>22</sup>. Siendo así, identificamos el modelo europeo con la modalidad por defecto de la Directiva de Opas (esto es, con los ordenamientos a los que el deber de pasividad ha sido transpuesto con carácter imperativo).

La Directiva de Opas impone —permite a los Estados miembros imponer— al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada la obligación de recabar la autorización de los accionistas antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la opa. Esta norma, conocida como el deber de pasividad o deber de neutralidad, implica que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada por la opa no podrá acordar o ejecutar ninguna actuación con tales características sin el previo consentimiento del órgano soberano, con independencia de que, en circunstancias ordinarias, dicha actuación recaiga dentro de su círculo competencial. El objetivo es reservar a los destinatarios de la opa la valoración de sus méritos mediante la toma de hasta dos tipos de decisiones: primero, deberán tomar una decisión de carácter individual consistente en la aceptación o rechazo de la oferta respecto de los valores de los que sean titulares; y, segundo, deberán decidir en sede de junta general, en su caso, sobre la realización o no de actuaciones que puedan impedir el éxito la opa. Se trata de garantizar que sean los llamados a decidir sobre la oferta quienes, en su caso, traten de frustrarla (en el caso de medidas intencionadamente defensivas) o asuman el riesgo de su fracaso (en el caso de actuaciones con sentido empresarial propio, pero con capacidad de impedir el éxito de la opa). Carecería de sentido atribuir la primera decisión —la individual— a los destinatarios de la opa

---

<sup>22</sup> La Directiva de Opas se configuró como una norma de mínimos ante la imposibilidad de alinear los Derechos societarios nacionales. *Vid infra* “La Directiva de Opas: un intento de aproximación”.

y, posteriormente, mermar o anular su capacidad de decisión mediante un acto acordado o realizado al margen de aquéllos.

Más adelante puntualizaremos cómo la extensión del ámbito objetivo de las opas efectuada por el ordenamiento español debería conllevar una extensión de su ámbito subjetivo que no ha sido adecuadamente reflejada en esta materia: como se ampliaron las categorías de posibles valores afectados y, por tanto, de posibles destinatarios de la oferta, debería haberse extendido correlativamente el derecho a participar en la decisión colectiva de frustrar la opa o de asumir el riesgo de que fracase.

La aplicación de esta norma supone una total alteración del gobierno la sociedad afectada, de su proceso interno de toma de decisiones, de su régimen de funcionamiento, durante un periodo relativamente dilatado en el tiempo (unos meses, cuando menos). Las competencias ordinarias del órgano gestor se trasvasan a la junta general siempre que puedan afectar negativamente al desenvolvimiento de la opa en vuelo. En cierto modo, se paraliza o entorpece el funcionamiento de la sociedad y se antepone el desarrollo de la opa a cualquier otra cuestión de dimensión societaria. No es éste el objetivo de la norma, que recoge expresamente como principio general el de no obstaculizar las actividades de la sociedad afectada durante más tiempo del razonable por el mero lanzamiento de una opa. No es el objetivo de la norma, pero sí es una consecuencia inevitable de su contenido (consecuencia que el propio regulador comunitario prevé y trata de paliar con el principio general enunciado, que fue plasmado en los ordenamientos nacionales mediante la imposición de plazos específicos para la ejecución de la opa).

Sin perjuicio de lo anterior, el deber de pasividad no conlleva una inoperancia absoluta de los administradores de la sociedad afectada. Éstos podrán, de un lado, continuar desempeñando sus cargos en todo lo que no afecte al éxito de la opa y, de otro lado, intervenir en la fase de preparación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa antes de su sometimiento al órgano soberano. Además, la Directiva de Opas atribuye al órgano de administración el rol de asesor de los destinatarios de la oferta. Así lo expresa el principio general recogido en el artículo 3.1.b) de la referida norma y así se deduce de la obligación de los administradores de emitir un dictamen que recoja su opinión sobre la opa. De todas estas cuestiones nos ocuparemos en los siguientes capítulos de nuestro trabajo.

A modo de breve recapitulación, puede establecerse que la normativa comunitaria atribuye a los titulares de valores de la sociedad afectada el rol de decisores sobre la opa (tanto en su dimensión bursátil como en su dimensión societaria) y a sus administradores, los de asesores y promotores de las iniciativas que consideren oportunas con sujeción, en caso de iniciativas capaces de impedir el éxito de la oferta, al mejor criterio de la junta general. Resta dilucidar —y es el cometido de este trabajo— si estos dos roles se traducen en una suerte de papel de guardianes (pasivos) de la oferta, materializado en auténticas obligaciones de no hacer,

o si por el contrario tienen margen de actuación frente a ofertas no satisfactorias o mejorables en pro de los intereses de la sociedad.

## 2. El modelo estadounidense

El modelo estadounidense de distribución de roles en el seno de la sociedad afectada es diametralmente opuesto al enfoque de la Directiva de Opas en su modalidad obligatoria. Es de destacar que esta materia no tiene un tratamiento normativo extenso, sino que el comportamiento de los administradores se rige por las normas societarias del estado federal en el que esté constituida la sociedad administrada, con las concreciones en materia de opas que han sido desarrolladas jurisprudencialmente<sup>23</sup>. En este trabajo nos centramos tanto en la normativa como en la jurisprudencia de los Tribunales del estado federal de Delaware, en el que están constituidas la inmensa mayoría de las sociedades estadounidenses y por lo cual es el estado puntero en materia societaria.

La normativa societaria del estado de Delaware impone a los administradores sendos deberes de cuidado (*care*) y lealtad (*loyalty*) para con la sociedad y sus accionistas<sup>24</sup>. En el contexto de una posible concentración empresarial, estos deberes se concretan en un deber de diligencia a la hora de vender la compañía que, por su parte, no se traduce en una obligación de pasividad como sucede en nuestro ordenamiento jurídico<sup>25</sup>. Al contrario, se espera de los administradores de una sociedad estadounidense en venta, como es la sociedad afectada por una opa, que adopten una actitud activa y proactiva en la valoración de la idoneidad de la oferta y en la contribución al éxito o fracaso de la misma. Por ello, se permite a los administradores adoptar medidas defensivas para desincentivar o impedir el éxito de una opa que consideren desventajosa. Tras esta visión subyace la idea de que los miembros del órgano de administración de la sociedad están en mejor posición para valorar la opa por su cualificación profesional en general y su conocimiento de la empresa en particular. Además, esta postura colige de los principios básicos del Derecho societario estadounidense, que concibe el órgano de administración como órgano preeminente en la gestión social, con amplísimas facultades de decisión y fuerte autonomía frente a la junta general de accionistas<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Al respecto, SAULSBURY, A., “The availability of takeover defenses and deal protection devices for Anglo-American target companies”, *Delaware Journal of Corporate Law* 37, 2012, p. 118. La regulación general de las opas (que no aborda las normas de conducta de los administradores) se encuentra en la sección 14 de la *Securities Exchange Act* de 1934, de carácter nacional.

<sup>24</sup> Sección 141(a) de la *Delaware General Corporation Law*.

<sup>25</sup> *Cede & Co vs. Technicolor, Inc.* (634 A.2d 345, 368 (Del. 1993)); *Smith vs. Van Gorkom* (488 A.2s 858, 872.73 (Del. 1985)).

<sup>26</sup> Para un apunte sobre la distribución legal de competencias en esta jurisdicción y su comparación con los ordenamientos europeos, *vid* GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 97 y ss., y sobre la atribución al órgano de administración de la facultad de decisión en el marco de una opa, pp. 140 y ss.



Respecto a la jurisprudencia, tradicionalmente ésta era más laxa en materia de medidas defensivas. La conducta de los administradores venía amparada por la *business judgement rule*, conforme a la cual se protegen (no se revisan judicialmente) las decisiones de los administradores se han tomado de manera informada, de buena fe y en la honesta convicción de estar actuando en el mejor interés de la sociedad. En esencia, esta regla entraña una doble presunción: la primera parte presume que los administradores han cumplido con su deber de diligencia a la hora de adoptar la decisión en cuestión y la segunda parte presume que han cumplido su deber de lealtad para con la sociedad<sup>27</sup>. En los años ochenta, los Tribunales afirmaron también la aplicabilidad de la *business judgement rule* en el contexto de una opa, de tal manera que no revisarían la adopción de medidas defensivas siempre y cuando se probara que los administradores habían observado sus deberes fiduciarios y que las medidas estaban encaminadas a proteger a los accionistas de un negocio desventajoso (y no a asegurar la continuidad de los administradores en sus cargos). A modo de ejemplo, en *Johnsons vs. Trueblood* <sup>28</sup>, se dictaminó que la *business judgement rule* se aplicaría también respecto de la adopción de medidas anti-opas excepto cuando se probara que éstas venían motivadas por intereses distintos de los de la propia sociedad.

Con el paso de los años y el surgimiento de litigios en materia de opas, los Tribunales fueron matizando sus sentencias y rigidizando los criterios aplicables para apreciar la justificación y corrección de las medidas defensivas adoptadas por los administradores de las sociedades afectadas. En *Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum*<sup>29</sup>, los Tribunales de Delaware invirtieron la carga de la prueba, de tal manera que para aplicar la *business judgement rule* se exigió que los administradores probaran que (i) las medidas defensivas obedecían a una estrategia empresarial racional adoptada en interés de la sociedad por considerarse que la opa era una amenaza para la misma y (ii) las medidas defensivas adoptadas eran proporcionales a tal amenaza. Este precedente marcó un punto de inflexión en el desarrollo de tácticas defensivas, pues los Tribunales estimaron legales las medidas adoptadas por los administradores de Unocal (la conversión de una parte del capital por deuda *senior* de mayor valor), que efectivamente impedían el éxito de la opa y anulaban la capacidad de decisión de los accionistas. En casos siguientes, la *Delaware Supreme Court* analizaría la actuación de los administradores desde la óptica de sus deberes fiduciarios y ratificaría que las medidas anti-opas eran competencia de los administradores siempre que éstos hubieran cumplido el estándar de *business judgement* exigible (reforzado conforme a los parámetros fijados en el precedente de Unocal). Entre otros, en *Moran vs. Household International Inc.*<sup>30</sup>, los Tribunales afirmaron que los accionistas no disponen de un derecho contractual a recibir ofertas por sus valores y que

---

<sup>27</sup> *Aronson vs. Lewis* (473 A.2d 805, 812 (Del. Supr., 1984)).

<sup>28</sup> 629 F.2d 287 (3d Cir. 1980), *cert. denied*, 450 US 999 (1981).

<sup>29</sup> Co. 493 A.2d 946 (Del. 1985).

<sup>30</sup> 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

su derecho a obtener una prima en la venta de sus acciones está supeditado al derecho de los administradores a armar una estructura defensiva. No obstante, también en este precedente se aplicó el test Unocal, exigiéndose que los administradores demostraran que consideraban la opa como una amenaza para la sociedad, que se habían informado debidamente y que la medida defensiva era proporcional a la amenaza. En *Smith vs. Van Gorkom*<sup>31</sup>, se endureció el estándar de diligencia exigido a los administradores al equiparar la falta de información suficiente respecto de la opa con una negligencia grave. En *Norley Corp. vs. Rooney, Pace Inc.*<sup>32</sup>, los Tribunales estimaron que los administradores no habían sido capaces de demostrar su actuación en interés de la sociedad. En *Revlon Inc. vs. Mac Andrews & Forbes Holdings Inc.*, los Tribunales de Delaware impusieron a los administradores el deber de actuar como *auctioneers* (subastadores), esto es, de buscar ofertas competidoras o, cuando menos, de maximizar la oferta lanzada sobre la sociedad en el caso de que ésta fuera inevitable<sup>33</sup>. Posteriormente, en *Arnold vs. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc.* (650 A.2d 1270, 1289-90 (Del. 1994)), se establecieron los límites a esta doctrina, de manera que solo debería aplicarse a los siguientes supuestos: (i) cuando la sociedad afectada impulsara un proceso de subasta con el objeto de vender sus valores o reestructurarse; (ii) cuando ante una oferta, la sociedad afectada abandonase su estrategia a largo plazo y buscase ofertas alternativas que conllevaran la disolución o separación de la empresa; o (iii) cuando la aprobación de una determinada operación resultara en un cambio de control pues, de no haber un cambio de control, la sociedad afectada seguiría estando indirectamente participada por un colectivo fungible y amplio y, por tanto, no se produciría un trasvase de valor del “público inversor” a un “inversor particular”.

Las doctrinas Unocal y Revlon fueron objeto de interpretaciones diversas por los propios Tribunales. Entre ellas, destaca el caso *Paramount Communications, Inc. vs. Time Inc.*, en el que los Tribunales cuestionaron si la actuación de los administradores estaba motivada por el interés de los accionistas o por el propio y esta motivación se convirtió en el criterio determinante de la revisión judicial o no de la actuación de los administradores<sup>34</sup>. Posteriormente, en *Paramount Communications Inc. vs. QVC Network Inc.*, los Tribunales regresaron a la interpretación tradicional de ambas doctrinas, estableciendo que la revisión judicial debía circunscribirse a una valoración del proceso de decisión de los administradores (notablemente, de la información empleada al efecto) y de la razonabilidad de la decisión adoptada atendiendo a las circunstancias concretas<sup>35</sup>.

---

<sup>31</sup> 488 A.2s 858, 872.73 (Del. 1985).

<sup>32</sup> 744 F.2d 255 (2D Cir. 1984).

<sup>33</sup> 506 A.2d 173 (Del. 1986): “*It became apparent to all that the break-up of the company was inevitable [...] The duty of the board has thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit*”.

<sup>34</sup> 1989 WL 79880 (Del. Ch. 1989), *aff'd*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

<sup>35</sup> 637 A.2d 45 (Del. 1994).

Más recientemente, algunos Tribunales han defendido que “*el poder para derrotar una opa hostil inadecuada recae en última instancia sobre el consejo de administración*” (la traducción es nuestra)<sup>36</sup>. En contra, los Tribunales de Oklahoma han avalado en el caso *International Brotherhood of Teamsters General Fund vs. Fleming Companies, Inc.*<sup>37</sup> la introducción de disposiciones estatutarias que atribuyen a los accionistas la decisión sobre determinadas medidas defensivas (cuya solicitud, por otra parte, es cada vez más frecuente como consecuencia del creciente activismo accionarial ejercido por los inversores institucionales y los *proxy advisors* o asesores de voto internacionales al que nos referimos más adelante<sup>38</sup>). Los Tribunales de otros estados federales han venido considerando esta injerencia en la gestión social de los administradores contraria a la estructura corporativa de la sociedad anónima, aunque en ocasiones se han mostrado favorables a fortalecer la participación accionarial en presencia de una opa; así, en *UniSuper vs. News Corporation*<sup>39</sup>, la *Delaware Chancery Court* atribuyó a los accionistas la titularidad última del poder societario y, por consiguiente, la facultad de colmar las lagunas del contrato social estatutaria o contractualmente.

En definitiva, el sistema estadounidense ha optado por no limitar *ex ante* la capacidad de actuación de los administradores, como sí hace la normativa de opas europea, sino por una estrecha revisión judicial *ex post* del ejercicio de su discrecionalidad en la defensa de la sociedad opada, ello partiendo de la premisa de que se trata de un acto de gestión social que compete exclusivamente a los administradores de la sociedad afectada<sup>40</sup>. Conviene precisar, no obstante, que el planteamiento descrito no es una cuestión pacífica en la doctrina de Estados Unidos. El debate académico se centra básicamente en quién, dentro de la sociedad afectada, debe decidir sobre el destino de una opa<sup>41</sup>. Parte de la doctrina considera que la decisión corresponde a los accionistas en cuanto destinatarios de la oferta, incluso respecto de las opas “hostiles” que también pueden ser beneficiosas para los accionistas y además reducen los costes de agencia entre los accionistas y los administradores<sup>42</sup>. Otros autores sostienen que la delegación de esta decisión en el órgano de administración es beneficiosa para los accionistas por cuanto los administradores contribuirán a obtener mejores ofertas y a desincentivar ofertas

---

<sup>36</sup> *Air Products and Chemicals Inc. vs. Airgas Inc.* (16 A.3d 55 (Del. Ch. 2011)).

<sup>37</sup> 975 P.2d 907 (*Supreme Court of Oklahoma*, 1999).

<sup>38</sup> *Vid infra* “Particularidades relativas a las sociedades cotizadas”.

<sup>39</sup> CA 1699-N (Del. Ch. 2005).

<sup>40</sup> Para una revisión crítica de la jurisprudencia citada, *vid* RIBSTEIN, L., “Takeover defenses and corporate contract”, *Georgetown Law Journal* 78, 1989, pp. 94-103; y SAULSBURY, A., “The availability of takeover defenses and deal protection devices for Anglo-American target companies”, *op. cit.*, pp. 131 y ss.

<sup>41</sup> Para un análisis del mismo, *vid* BARRY, J.M., HATFIELD, W., “Pills and partisans: understanding takeover defenses”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, núm. 3, 2012, pp. 646 y ss.; y HANNES, S., “The market for takeover defenses”, *Northwestern University Law Review*, vol. 101, 2007, pp. 139 y ss.

<sup>42</sup> Entre otros, EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *op. cit.*, pp. 1161-1204.

desventajosas, especialmente en sociedades con fuerte dispersión accionarial en las que se entiende que los accionistas, individualmente, no tienen suficiente poder de decisión en la sociedad para determinar la línea de acción frente a la opa ni suficiente poder de negociación frente al oferente para mejorar las condiciones de la oferta. En el extremo, se defiende que los administradores pueden simplemente oponerse a una oferta sin presentar una alternativa mejor (*just say no*)<sup>43</sup>.

Por otra parte, al igual que sucede en la Unión Europea, la *Securities Exchange Act* de 1934 impone al órgano de administración de la sociedad afectada por una opa el deber de emitir un *recommendation statement* (recomendación) en los diez días hábiles siguientes al comienzo del periodo de la opa. Debe conectarse con la obligación de los administradores de cualquier sociedad que esté contemplando una operación de fusión de adoptar un acuerdo descriptivo de la operación proyectada y de su conveniencia y someterlo a la aprobación de la junta general de los accionistas (artículo 251 del *Delaware General Corporation Law*)<sup>44</sup>. En relación con esta obligación de información, se impone un deber de franqueza o *duty of candor* en virtud del cual los administradores deben pronunciarse con honestidad a la hora de dirigirse a los accionistas de la sociedad.

En suma, el modelo normativo estadounidense atribuye a los titulares de valores objeto de la oferta el rol de decisores desde la perspectiva de la opa como una operación bilateral de compraventa de valores, pero supedita su capacidad de decisión (individual) al mejor criterio de los administradores de la sociedad afectada. Corresponde a éstos valorar la conveniencia de la oferta para el conjunto de los accionistas, adoptar las decisiones que correspondan en sede societaria y asesorar las decisiones individuales que, en caso de no frustración de la opa, vayan a adoptarse.

---

<sup>43</sup> Así, LIPTON, M., "Takeover bids in the target's boardroom", *Business Lawyer (ABA)* 35, 1979, pp. 101 y ss., califica al consejo de administrador de "gatekeeper" (guardián) de la sociedad ante operaciones corporativas significativas y le atribuye la competencia de realizar tantas actuaciones considere convenientes para los intereses de la sociedad, sus accionistas y los restantes *stakeholders*. Sobre la "*just say no rule*", también conocida como "*Nancy Reagan defense*" por la participación de la primera dama en la campaña antidrogas estadounidense desarrollada en los años ochenta, *vid* PRENTICE, R., LANGMORE, J., "Hostile tender offers and the Nancy Reagan defense: May target boards just say no? Should they be allowed to?", *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 15, núm. 2, 1990, pp. 377-482.

<sup>44</sup> Recordamos que las normas societarias estadounidenses son de carácter eminentemente estatal. En este trabajo, nos hemos centrado en las normas del estado de Delaware, donde está constituida la inmensa mayoría de las sociedades estadounidenses y, por tanto, el estado con más desarrollo normativo y jurisprudencial en la materia.

## IV. CUESTIONES JURÍDICO-SOCIETARIAS SUBYACENTES

### 1. La distribución del poder societario: *shareholders' primacy* vs. *directors' primacy*

#### 1.1. Consideraciones generales

Al debate acerca del comportamiento de los administradores de la sociedad afectada en periodo de una opa subyace una discusión de mayor calado relativa a la distribución del poder de decisión en el marco de una sociedad. Esta discusión surge con el nacimiento de la empresa moderna, entendida como la empresa de gran tamaño con multiplicidad de accionistas y un equipo gestor ajeno a ellos. Así, la sociedad pasa a concebirse como una agrupación de sujetos que adelantan recursos y se los entregan a otro grupo de sujetos, el órgano gestor, encomendándoles su uso para la consecución de un determinado fin social; a cambio, los accionistas perciben una porción de la sociedad o, en sentido estricto, de su capital social, que les erige en propietarios del negocio<sup>45</sup>. Este modelo organizativo conlleva una separación entre propiedad y gestión que, en última instancia, desemboca en el debate sobre a quién debe atribuirse el control: a la propiedad o a la gestión.

El debate sobre el reparto de poder resulta en dos modelos normativos diferenciados: de un lado, el modelo de la primacía accionarial (*shareholders' primacy*) y, de otro lado, el modelo de la primacía de los administradores (*directors' primacy*)<sup>46</sup>. La primacía debe entenderse en este contexto como una posición jerárquica privilegiada en la toma de decisiones sociales y no en el derecho a la protección de los intereses particulares —cuestión que trataremos más adelante—.

La primacía accionarial sitúa a los accionistas de la sociedad en una posición de superioridad frente al órgano de administración. Esta primacía se ejerce en sede de junta general de accionistas, a quien se reserva la competencia para adoptar las decisiones de mayor trascendencia para la sociedad. Asimismo, se otorga a la junta general una facultad de control sobre el órgano gestor que se manifiesta mediante la censura de la gestión social llevada a cabo por éste y, especialmente, mediante el nombramiento, cese o reelección de sus miembros; la máxima expresión de tal facultad es la posibilidad de cese *ad nutum* (esto es, sin necesidad de que medie justa causa) de los administradores. Se permite asimismo a la junta general injerirse en la gestión de la sociedad, impartiendo las instrucciones que considere adecuadas en determinadas materias. También se otorga a los accionistas capacidad de iniciativa individual,

---

<sup>45</sup> En palabras de BERLE, A., MEANS, G., *The Modern Corporation & Private Property*, Estados Unidos: Transaction Publishers, 1991, p. 4: “*In its new aspect the corporation is a means whereby the wealth of innumerable individuals has been concentrated into huge aggregates and whereby control over this wealth has been surrendered to a unified direction*”.

<sup>46</sup> Para una descripción detallada de ambas opciones de política jurídica, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., pp. 93 y ss., con amplia bibliografía al respecto.

mediante la facultad de proponer acuerdos o alternativas a los acuerdos presentados por el órgano de administración. Algunos defensores de esta teoría aducen la condición de propietarios de los accionistas como motivo suficiente para otorgarles el control societario. Consecuencia de tal propiedad es la responsabilidad que asumen los accionistas por el capital aportado, que siempre habrá de destinarse al pago de las deudas sociales antes de ser devuelto a los propios accionistas. En esencia, propiedad y control se presentan (a nuestro juicio acertadamente) como elementos indisolubles al objeto de tutelar el primero de ellos<sup>47</sup>. Otros autores se apoyan en la concepción de la relación accionista-administrador como una relación de agencia, que legitima al primero (el principal) para monitorizar la actuación del segundo (el agente) a quien ha encomendado sus intereses<sup>48</sup>, así como en la inevitabilidad de que los administradores antepongan sus propios intereses en juego a la hora de tomar decisiones<sup>49</sup>.

Por el contrario, el modelo normativo del *directors' primacy* sitúa el centro societario de decisión en los administradores. Este modelo limita la intervención del accionariado en los asuntos sociales y concede a los administradores un amplio grado de autonomía en el desempeño de sus cargos. En pro de esta teoría se arguye la posición privilegiada de los administradores para dirigir el negocio en el mejor interés de la sociedad, en cuanto que órgano especializado y seleccionado al efecto con base en sus cualificaciones y capacidades profesionales. En esencia, se defiende la tecnocracia como modelo de gobierno de la sociedad de capital. El control de los “gobernantes” puede ejercerse *ex ante* mediante la selección de los mismos y *ex post* mediante una revisión de sus actuaciones ante los Tribunales, de tal manera que un administrador podrá ser sancionado *a posteriori* por una mala gestión social o por el incumplimiento de los deberes inherentes a su cargo. Se argumenta también a favor del empoderamiento de los administradores la necesidad de tutelar los intereses de otros grupos involucrados en la empresa, tarea que solo podría asumir un grupo neutral como el órgano de administración<sup>50</sup>. Frente a la concepción de la relación accionista-administrador como una

---

<sup>47</sup> El máximo propulsor de esta teoría es FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *New York Times*, 13 de septiembre de 1970, disponible en <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> [fecha de consulta: 11 de junio de 2018]. EASTERBROOK, F., FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Londres: Harvard University Press, 1991, pp. 11-38, afirman que los accionistas tienen un derecho residual a los beneficios de la sociedad y que, como principales portadores del riesgo de la sociedad, tienen derecho a decidir su sistema de gobernanza (lo que redundará en beneficio de la sociedad pues la desconfianza en la gestión del negocio desincentivará la inversión en él).

<sup>48</sup> BEBCHUK, L.A., “The case for increasing shareholder power”, *Harvard Law Review*, vol. 118, 2005-2006, pp. 833-914. SÁEZ LACAVE, M.I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *Indret: Revista para el análisis del Derecho* 1, 2016, pp. 1 y ss., disponible en [http://www.indret.com/pdf/1211\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/1211_es.pdf) [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018], sitúa el origen de la deslealtad en las asimetrías de información, que posicionan al fiduciario en relación de superioridad informacional frente al principal (y frente al juez que habrá de juzgar sus conductas *ex post*).

<sup>49</sup> HOPT, K., “Takeover defenses in Europe: A comparative, theoretical and policy analysis”, *Columbia Journal of European Law*, 2014, vol. 20, p. 262.

<sup>50</sup> Por todos, *vid* BERLE, A., MEANS, G., *The Modern Corporation & Private Property*, *op. cit.*, *in totum*. HABERSTROH, J., “Activist Institutional Investors, Shareholder Primacy, and the HP-Compaq Merger”, *Hamline*

relación de agencia, se defiende que el administrador no es un mero agente, sino un órgano *sui generis* con poderes originales y propios<sup>51</sup>. Asimismo, algunos autores proclaman la incapacidad de los accionistas para adoptar decisiones de manera oportuna y a tiempo, por los plazos necesarios para convocar y reunir a la junta general de accionistas<sup>52</sup>. No compartimos estos tres últimos argumentos: el primero, porque somos partidarios de la equiparación del interés social con el accionarial como exponemos más adelante; el segundo, porque la existencia del órgano de administración como órgano propio e independiente y la atribución a este de unas determinadas facultades no es incompatible con su puesta al servicio del principal, sino precisamente define la forma de prestar tales servicios; y el tercero porque la reserva de facultades a la junta general no necesariamente obstaculiza el funcionamiento de la sociedad si se seleccionan adecuadamente las facultades a reservar y, en todo caso, sus reglas de funcionamiento siempre pueden modificarse. Respecto al argumento de la tecnocracia, no tenemos objeción, pero no nos parece argumento suficiente para justificar la primacía de los administradores pues los accionistas pueden seguir beneficiándose de la profesionalidad y competencia de este colectivo sin necesidad de renunciar a su poder de decisión (esto es, otorgándoles el rol de asesores en según qué decisiones).

La primacía accionarial es el modelo normativo propio de algunos ordenamientos europeos y, particularmente, del español, en el que se regulan todas las medidas anteriormente descritas para garantizar la superioridad del consecuentemente denominado como “órgano soberano”. Por su parte, la primacía de los administradores es el enfoque característico del ordenamiento societario estadounidense y de los ordenamientos del *Common Wealth* que lo imitan. No obstante, ni en las sociedades europeas puede afirmarse la existencia de una auténtica primacía accionarial (y, particularmente, en las sociedades cotizadas como se expone a continuación) ni en las sociedades estadounidenses se produce un absoluto gobierno de los administradores. De hecho, existe un movimiento doctrinal que reclama un mayor intervencionismo de los accionistas en la gestión de las sociedades estadounidenses; en

---

*Journal of Public Law & Policy* 24, 2002, pp. 65 y ss., señala dos riesgos de empoderar a los accionistas activistas: (i) la brecha de experiencia o conocimientos entre los accionistas y los administradores y (ii) el impacto social negativo de la visión cortoplacista de los inversores.

<sup>51</sup> BAINBRIDGE, S., “The Geography of Revlon-land”, *Fordham Law Review*, vol. 81, 2013, p. 6, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2115769](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2115769) [fecha de consulta: 19 de septiembre de 2018].

<sup>52</sup> BAINBRIDGE, S., “Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions”, *Research Handbook on Shareholder Power and Activism*, 2013, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2298415&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2298415&download=yes) [fecha de consulta: 2 de noviembre de 2018], pp. 4-6, niega que el control accionarial sea la respuesta adecuada a los conflictos de agencia, pues los administradores ya están sometidos a distintos mecanismos de rendición de cuentas como el mercado de capitales, el mercado laboral y el mercado de control societario. También afirma que, debido al coste de la información y a la necesidad de adoptar decisiones con agilidad, la atribución del poder de decisión a un grupo reducido, el consejo de administración, es la clave del éxito de las sociedades, y añade que empoderar a los accionistas causaría efectos adversos en el gobierno corporativo por la ausencia de deberes fiduciarios de los socios para con la sociedad y sus consocios.

concreto, se ha promovido la facultad de los accionistas de alterar el ordinario reparto competencial de la sociedad mediante modificaciones del documento constitutivo o de los estatutos de la sociedad, con éxito en algunos estados federales como Delaware<sup>53</sup>. En paralelo, se ha producido una ola de activismo accionarial en las sociedades cotizadas que tratamos a continuación a resultas de la cual se habla de una cierta aproximación entre los modelos estadounidense y europeo<sup>54</sup>.

## 1.2. Particularidades relativas a las sociedades cotizadas

En el panorama europeo, en las últimas décadas, se ha puesto en cuestión la efectividad de la primacía accionarial en las sociedades cotizadas. Se ha criticado intensamente el absentismo de los accionistas que, primando su condición de inversores sobre su condición de socios, se preocupan exclusivamente del comportamiento de la cotización y se desentienden de los asuntos sociales. Se reprocha la pérdida de la junta general de su carácter de órgano deliberante pues, en el mejor de los casos, la participación de los accionistas en la vida societaria se reduce a su asistencia a la junta general ordinaria anual, en la que se aprueban las propuestas de acuerdo tal y como han sido elevadas por el órgano de administración sin mayor intervención de los accionistas que la emisión de un voto a favor; en el mejor de los casos, porque no pocos accionistas optan por emitir su voto a distancia o hacerse representar en la junta general por algún consejero sin instrucciones o restricciones de voto adicionales a las legalmente previstas<sup>55</sup>. Desde la perspectiva económica, esta actitud se justifica, primero, por los elevados costes de coordinación de los accionistas en sociedades con un capital social disperso y, segundo, por la desproporcionalidad existente entre los costes que un accionista minoritario debería asumir para participar activamente en la vida societaria y el peso que su intervención pudiera suponer (*i.e.*, y los beneficios que esperaría obtener de su intervención).

En definitiva, se habla de un desplazamiento del centro de decisión efectivo hacia el órgano de administración que desmantela el funcionamiento democrático de la sociedad de capital. Es más, la doctrina va más allá y menciona un segundo desplazamiento de poder hacia

---

<sup>53</sup> Forman parte de este movimiento BEBCHUK, L.A., “The case for increasing shareholder power”, *op. cit.*, *in totum*; y MACEY, J., “The legality and utility of the shareholder rights bylaw”, *Hofstra Law Review*, vol. 26, 1998, pp. 835 y ss. En contra, BAINBRIDGE, S., “Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions”, *op. cit.*, pp. 14 y ss., pugna por mantener el centro de decisión en el órgano de administración y propone dotar a los accionistas de mayores facultades de control a través de dos medidas: (i) permitir a los accionistas decidir sobre los procedimientos de toma de decisión y de rendición de cuentas de los administradores y (ii) extender los deberes fiduciarios de los accionistas de control a minorías activistas capaces de influir en determinadas decisiones de los gestores.

<sup>54</sup> GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 186, 215 y ss.

<sup>55</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, 1ª edición, Navarra: Civitas, 2007, p. 40, dice que “puede decirse que en el caso de la sociedad abierta cotizada, tratándose por su propia esencia de una gran sociedad, la junta general deviene en un órgano [...] [cuyo] funcionamiento se transforma en un puro formalismo”.



los consejeros ejecutivos, que en las últimas décadas han desempeñado sus cargos con amplísima autonomía y discrecionalidad y sin suficientes contrapesos o control por parte de los accionistas o los restantes miembros del órgano de administración<sup>56</sup>.

En respuesta a esta disfunción de la junta general, surgió en los años noventa un movimiento de revitalización de la misma, como parte de un movimiento mayor de gobierno corporativo en el que también se circunscribía el nacimiento de la responsabilidad social corporativa. El objetivo era restaurar la junta general, si no como órgano deliberante, al menos como órgano soberano supremo con facultades de control sobre la conducta de los administradores e, indirectamente, del equipo ejecutivo<sup>57</sup>.

A nivel comunitario, se trató de dar respuesta al problema mediante la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de

---

<sup>56</sup> Al respecto, entre muchos otros, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., TAPIA HERMIDA, A.J., “Primacía de los accionistas e ineficiencia de la junta (la reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints Complutense* 2012/49, 2012, disponible en [http://eprints.ucm.es/14660/1/Primacia\\_accionistas\\_e\\_ineficiencia\\_de\\_la\\_junta.pdf](http://eprints.ucm.es/14660/1/Primacia_accionistas_e_ineficiencia_de_la_junta.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018], *in totum*, que definen la apatía de los accionistas como un comportamiento racional basado en la ausencia de estímulos o beneficios suficientes para compensar el coste de involucración en la gestión, particularmente en el caso de inversores cortoplacistas; SÁEZ LACAVE, M.I., “Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios”, *RMV* 12, 2013 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 966/2013) el 15 de enero de 2018], para quien “[e]n jurisdicciones con [una mayoría de sociedades con socios de control como la nuestra], la separación entre propiedad y control es sólo parcial, por lo que los socios tienen derechos de supervisión, pero también derechos de administración. Lo que sucede es que los únicos que tienen incentivos para ejercitar sus derechos formales —básicamente de voto— son los socios de control, con el fin de alcanzar una mayoría estable o de control en la sociedad”. En la misma línea, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 119-139; SÁNCHEZ CALERO, F., “El declinar de la Junta y el gobierno corporativo”, *RDBB* 104, pp. 9-36; TAPIA HERMIDA, A.J., “La junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizada” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 3, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 2920 y ss. (*vid nota siguiente*); y RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General” en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España. Cuestiones pendientes de reforma* (dirs. Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A., Esteban Velasco, G., coords. Fuentes Naharro, M., Navarro Lérica, M.S.), tomo I, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2011, pp. 227 y ss.

<sup>57</sup> Sobre el movimiento de gobierno corporativo, entre otros, TAPIA HERMIDA, A.J., “El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas” en AA.VV., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, Madrid: La Ley, 2012 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 16901/2012) el 11 de enero de 2018]; LEÓN SANZ, F.J., “El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, *Diario La Ley* 8109, 2013 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 3240/2013) el 11 de enero de 2018]; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, pp. 88 y ss.; GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C., DORREGO DE CARLOS, A., “El sistema español de gobierno corporativo”, *Diario La Ley* 1, 2005 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 846/2005) el 11 de enero de 2018]; PERDICES HUETOS, A., RIAÑO LÓPEZ, D., “El gobierno corporativo en España” en AA.VV., *Ética empresarial y Códigos de Conducta* (dir. Goñi Sein, J.L.), 1ª edición, Madrid: La Ley, 2011 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 15104/2011) el 11 de enero de 2018]; y PIÑEL LÓPEZ, E., “Reflexiones sobre el gobierno corporativo de sociedades cotizadas” en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (coord. Uría, F.), Madrid: La Ley, 2007, pp. 419 y ss.

determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas<sup>58</sup>. No obstante, la Comisión Europea advirtió de nuevo en 2011, en el Libro Verde sobre la normativa de gobierno corporativo de la Unión Europea, de la necesidad de introducir nuevas reformas de gobierno corporativo para alcanzar el objetivo propuesto<sup>59</sup>. El trabajo de la Comisión desembocó en la publicación de la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. En España, las últimas reformas societarias en materia de gobierno corporativo, así como la publicación del Código de Buen Gobierno en febrero de 2015 han ido igualmente encaminadas, entre otros aspectos, a reforzar el papel de la junta general por dos vías: ampliando sus competencias y facilitando la participación en las reuniones de socios<sup>60</sup>. Su eficacia, a nuestro juicio, sigue siendo tarea pendiente. Prueba de ello es que, según los Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales elaborados en 2017 y 2018 por la CNMV, de 2013 a 2017 la asistencia a las juntas generales de sociedades cotizadas ha disminuido varios puntos porcentuales y, además, se ha invertido la proporción entre asistencia física y representación (superior esta última desde 2016).<sup>61</sup> También se han implementado

---

<sup>58</sup> Sobre la Directiva, AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia* (dirs. Abriani, N., Embid Irujo, J.M., coords. Emparanza Sobejano, A., Boquera Matarradona, J.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2011, *in totum*.

<sup>59</sup> COM (2011) 164 final. En particular, el Libro Verde indicaba que “la normativa de gobierno corporativo se basa en el supuesto de que los accionistas se implican en las empresas y hacen que su cuerpo directivo rinda cuentas de su actuación. Sin embargo, se ha constatado que la mayoría de los accionistas son pasivos y con frecuencia se preocupan tan solo por los beneficios a corto plazo. Por lo tanto, parece útil considerar si se puede promover que un mayor número de accionistas se interese por obtener unos dividendos sostenibles y un rendimiento a más largo plazo, y cómo fomentar que sean más activos en los asuntos de gobierno corporativo” (p. 3).

<sup>60</sup> Un estudio de estas reformas excede del ámbito de este trabajo. Al respecto, *vid* GARCÍA MARTÍNEZ, L.M., “Transparencia e implicación accionarial (consideraciones preliminares a la reforma de la Directiva 2007/36/CE)”, *RMV* 20, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 9114/2017) el 11 de enero de 2018]; AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada. Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de febrero de 2015* (coord. Roncero Sánchez, A.), Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2016; AA.VV., *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Arias Varona, F.J., Recalde Castells, A.), Madrid: Dykinson, S.L., 2015; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., TAPIA HERMIDA, A.J., “Función y funcionamiento de la junta general de accionistas: viejos y nuevos problemas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints Complutense* 2015/93, 2015, disponible en <http://eprints.ucm.es/32739/1/Ponencia.Harvard%202014.Funcionamiento%20de%20la%20junta%20general.pdf> [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].

<sup>61</sup> Informes disponibles en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2016.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2016.pdf) y [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2017.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2017.pdf) respectivamente [fecha de consulta: 19 de octubre de 2018]. También expresan dudas sobre la eficacia de las medidas incluidas en la Directiva 2007/36/CE RECALDE CASTELLS, A., “Reflexiones en relación con la Directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al Derecho español” en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades*

reformas orientadas a ampliar la presencia e involucración de consejeros independientes y endurecer el régimen de responsabilidad de los administradores con la finalidad de minimizar los denominados problemas de agencia del órgano de administración.

Por otra parte, en los últimos años ha aumentado notablemente la presencia de accionistas activos o activistas en sociedades cotizadas que intervienen proactivamente en el gobierno corporativo de la sociedad (en el caso de los inversores institucionales) o en la gestión y política empresarial de los administradores (en el caso de fondos de inversión o *hedge funds*)<sup>62</sup>. La ola de activismo accionarial ha venido acompañada de una creciente influencia de

---

*cotizadas...*, *op. cit.*, pp. 67 y ss., y RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General”, *op. cit.*, pp. 227 y ss. Asimismo, GARCÍA MANDALONIZ, M., “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”, *RdS* 54, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 10 de enero de 2019], afirma que “[l]a incorporación de la Directiva (UE) 2017/828 en nuestro ordenamiento interno podrá actuar como motor para la intensificación de los deberes de transparencia, pero no servirá por sí sola para impulsar un nuevo hacer empresarial que conecte el «core business» con la ética económica”. En contra, GUERRA MARTÍN, G., “Los puntos de partida” en GUERRA MARTÍN, G., *Las limitaciones estatutarias al número máximo de votos en las sociedades cotizadas*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 11649/2011) el 1 de febrero de 2018] afirma que “en las sociedades cotizadas españolas del IBEX 35, no hay separación entre propiedad y control. En gran medida por el movimiento de reforma del gobierno corporativo impulsado por los informes y códigos de buen gobierno publicados en nuestro país, el capital social, en particular los accionistas titulares de participaciones significativas, ha accedido a los Consejos de administración a través de la figura de los Consejeros dominicales que representan los intereses de dichos accionistas.” No obstante, ello significa que los accionistas ejercen su control a través de representantes en el órgano de gestión (lo que choca puede chocar con el deber de independencia de los consejeros) y no en sede de la junta general.

<sup>62</sup> Sobre el activismo accionarial, SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *InDret Revista para el Análisis del Derecho* 4/2018, 2018, disponible en <http://www.indret.com/en/?ed=81> [fecha de consulta: 2 de noviembre de 2018], pp. 10-11; HABERSTROH, J., “Activist Institutional Investors, Shareholder Primacy, and the HP-Compaq Merger”, *op. cit.*, pp. 65 y ss.; GILSON, R., GORDON, J., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law and Economics Working Paper* 438, 2013, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2206391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391) [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018]; y RONCERO SÁNCHEZ, A., “La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 745 y ss. Son también interesantes las entradas en el blog *Derecho Mercantil de Jesús Alfaro* tituladas “De la apatía racional a la reticencia: los nuevos accionistas dispersos y los nuevos accionistas activistas” disponible en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2013/06/de-la-apatia-racional-la-reticencia-los.html>, “Activismo accionarial (I)” disponible en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2014/05/activismo-accionarial-i.html> y “Activismo accionarial (II)” disponible en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2014/05/activismo-accionarial-y-ii.html> [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018]. BAINBRIDGE, S., “Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions”, *op. cit.*, pp. 6 y ss., cree que el activismo accionarial produce beneficios marginales que, además, se reparten entre el conjunto de los accionistas, por lo que su involucración es menor de lo que la teoría sugiere. Exceptúa sin embargo a los *hedge funds*, cuyos incentivos para injerirse en la gestión serían mayores, afirma Bainbridge, por su capacidad para poseer participaciones de mayor tamaño (y, por tanto, mayor participación en las ganancias sociales) y por la alineación de los intereses del fondo y de sus gestores a través del sistema de remuneración de estos últimos.

los asesores de voto internacionales en el mercado (*proxy advisors*), cuya tarea principal consiste en emitir recomendaciones anuales sobre las propuestas de acuerdo que generalmente se elevan a la aprobación de las juntas generales de sociedades cotizadas en distintas jurisdicciones. Los inversores institucionales confían cada vez más en estas recomendaciones, de modo que los *proxy advisors* han adquirido un papel esencial en el devenir de las juntas generales<sup>63</sup>. El cambio de conducta de estos inversores —denominado por la doctrina como el cambio del “*Wall Street walk*” al “*Wall Street talk*” (*i.e.*, del voto con los pies, esto es, la desinversión como muestra de disconformidad, a la interlocución con los gestores encaminada a mejorar el rendimiento empresarial)<sup>64</sup>— está alterando el funcionamiento de las sociedades cotizadas: de un lado, está devolviendo la soberanía, si no a la junta general en el sentido de reunión física, sí a los accionistas mediante la discusión directa con ellos de las estrategias y propuestas de acuerdos sociales; y, de otro lado, está revigorizando la función de control del principal sobre la actuación del gestor<sup>65</sup>. Algunos autores auguran que, en los próximos años, la principal batalla de los activistas va a centrarse en obtener un asiento en el consejo de administración<sup>66</sup>. La doctrina no es uniforme sobre los beneficios de esta nueva tendencia: mientras algunos autores temen los efectos de la persecución de un beneficio rápido por estos

---

<sup>63</sup> Al respecto, ZARZALEJOS TOLEDANO, I., “La actividad de los *proxy advisors* y la problemática derivada de las situaciones de conflicto de interés”, *La Ley Mercantil*, 37, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 7823/2017) el 10 de enero de 2018]. SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *op. cit.*, p. 23, se refiere a los *proxy advisors* como intermediarios de información que contribuyen a reducir los costes de atención al gobierno de las empresas al producir información de la que se benefician los fondos de inversión a la hora de intervenir en las sociedades.

<sup>64</sup> ZANGLEIN, J., “From Wall Street Walk To Wall Street Talk: The Changing Face of Corporate Governance”, *DePaul Business Law Journal* 11, 1998-1999, pp. 43 y ss.

<sup>65</sup> Sobre la alteración del funcionamiento societario, SÁEZ LACAVE, M.I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, pp. 6-7. Sobre la revitalización de la junta general entendida como órgano decisorio y no como reunión física, RONCERO SÁNCHEZ, A., “Problemas y propuestas de revisión del régimen de solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas” en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, *op. cit.*, pp. 312-313. SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *op. cit.*, pp. 19 y ss., habla de la voz como mecanismo emprendido por los inversores activistas para mejorar el gobierno de las empresas en las que invierten. Destaca particularmente el ejercicio informal de este mecanismo a través de comunicaciones directas con los administradores, encuentros amigables e incluso relaciones de colaboración en el diseño de operaciones importantes. También GARCÍA PÉREZ, R., “Los acuerdos por escrito de los socios: especial referencia al Derecho alemán y británico”, *RdS* 36, 2011, p. 332, aboga por reconsiderar la necesidad de introducir un método de adopción de acuerdos por escrito sin junta para las sociedades limitadas, con el fin de otorgarles la flexibilidad de la que gozan que instituciones extranjeras equivalentes y de proporcionar una alternativa a la elaboración de actas “*ficticias*”. En cambio, LARGO GIL, R., “La Junta universal sin sesión” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros...*, *op. cit.*, pp. 501 y ss., defiende la exigencia de una reunión, aunque la asistencia sea a distancia, para la válida celebración de la junta universal.

<sup>66</sup> Vid el estudio realizado por MERGERMARKET, TOPPAN VINTAGE, ACTIVIST MONITOR: “M&A Pulse. Shareholder Activism for 2018: Hunt for Yield” disponible en [https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/acuris-live/TV\\_M&A%20Pulse\\_Issue%204%202017\\_Final%20LR\\_0.pdf](https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/acuris-live/TV_M&A%20Pulse_Issue%204%202017_Final%20LR_0.pdf) [fecha de consulta: 14 de marzo de 2018]. SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *op. cit.*, pp. 26-27, se refiere a la entrada de los inversores profesionales en los consejos de administración como una medida quizá más prometedora que el refuerzo de sus votaciones en sede de junta general.

inversores, otros aplauden la mejora en el rendimiento de los negocios en cuya gestión se están involucrando los activistas<sup>67</sup>.

## 2. La noción de interés social: de las teorías “contractualista” e “institucionalista” a la creación de valor sostenible

El debate sobre la distribución del poder societario conduce a un segundo debate de igual trascendencia para la configuración de la sociedad. Los modelos normativos de distribución de poder descansan sobre una finalidad común: la atribución del poder societario a quien se considera que está en mejor posición para defender los intereses de la sociedad. ¿Qué intereses son éstos?

El tradicional debate respecto a la noción de interés social se circunscribe, en líneas generales, a la pugna entre dos teorías fundamentales: la teoría “contractualista” y la teoría “institucionalista”<sup>68</sup>. Sin ánimo de resolver el debate en este trabajo, es preciso presentarlo someramente y tomar una posición al respecto sobre la cual sentar nuestro análisis de los deberes de los administradores ante la circunstancia excepcional que supone una opa.

La teoría “contractualista”, comúnmente identificada con la teoría económica del *shareholder value*, equipara el interés social con el interés de los accionistas. Esta teoría concibe la empresa como un conjunto de contratos entre los distintos factores de producción, entre los cuales se incluye el contrato de sociedad regulador de las relaciones entre los socios y de éstos con los administradores. La regla del interés social vendría a cubrir las lagunas del contrato social inicialmente suscrito por los socios, sirviendo para integrar las relaciones sociales con posterioridad al momento de constitución de la sociedad.

---

<sup>67</sup> BEBCHUK, L., BRAV, A., JIAN, W., “The long-term effects of hedge fund activism”, *Columbia Law Review* 115, 2015, pp. 1085 y ss., realiza un estudio empírico de 2.000 sociedades “intervenidas” por *hedge funds* entre 1994 y 2007 y concluye que no existe evidencia empírica que valide la crítica de que la intervención de tales inversores perjudica los intereses a largo plazo de las sociedades afectadas. En el mismo sentido, SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *op. cit.*, pp. 26-27, p. 41, sostiene que no hay evidencia de que los retornos positivos a corto plazo que logran los activistas se reviertan posteriormente, perjudicando el valor de la sociedad en el largo plazo. *Vid* también sobre este tema HERRERO MORANT, R., “Últimas tendencias del gobierno corporativo en relación a los inversores institucionales”, *RMV* 23, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Smarteca el 9 de enero de 2019]; y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Problemas y propuestas de revisión del régimen de solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas”, *op. cit.*, pp. 758-759, y la numerosa bibliografía citada al respecto.

<sup>68</sup> ALCALÁ DÍAZ, M.A., “El interés social en la sociedad anónima cotizada. Nuevas perspectivas para un concepto clásico del Derecho de sociedades” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros...*, *op. cit.*, pp. 45 y ss., expone brevemente el debate entre ambas teorías y apunta una tercera teoría que defiende que el interés social es el interés de la sociedad como persona jurídica. Según Alcalá, la redacción de la LSC desde la Ley 31/2014 optaría por esta teoría al definir el interés social como el de la sociedad. GONDRA ROMERO, J.M., “100 años de debate sobre el “gobierno corporativo”: la importancia del contexto”, *RdS* 52, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 26 de septiembre de 2018] narra la evolución en el último siglo de este debate y del debate relativo a la distribución del poder societario.



Esta tesis fue ampliamente acogida por la doctrina y la jurisprudencia españolas<sup>69</sup>. También es la postura adoptada por la CNMV y manifestada a través de los códigos de gobierno corporativo para sociedades cotizadas elaborados hasta la fecha. En cuanto al Derecho proyectado, la propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 2002 había entendido el interés social como “*el interés común a todos los socios*”. También la primera propuesta de Ley de Transparencia trató de incluir esta misma definición en la LSA, si bien la propuesta fue enmendada y terminó incumpliendo la máxima de no utilizar el término definido en la definición (definió el interés social como el interés de la sociedad).

La posición mayoritaria en España considera por tanto que la promoción del interés social consiste en la promoción de los intereses accionariales y que la actuación de los administradores debe ir encaminada a este fin. Naturalmente, los intereses de los distintos accionistas no siempre coincidirán, pudiendo incluso confrontarse en determinadas ocasiones. De ahí la necesidad de encontrar un denominador común que guíe la actuación de los administradores<sup>70</sup>. En este sentido, tradicionalmente los defensores de la teoría “contractualista” han estimado razonable asumir que, siguiendo un comportamiento racional, todos los socios compartirán el objetivo de maximizar la rentabilidad de su inversión, y especialmente en sociedades cotizadas pues constituyen vehículos para canalizar el ahorro del público<sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> Entre muchos otros, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, op. cit., p. 1808; RECALDE CASTELLS, A., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (business judgement rule)” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital* (dirs. González Fernández, M.B., Cohen Benchetrit, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2018, p. 1187; PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Navarra: Civitas Estudios de Derecho Mercantil, 2015, p. 42; LLEBOT MAJO, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 6ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2016, p. 26; y ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid: Civitas, 1995, pp. 21 y ss. En cuanto a la teoría económica del *shareholder value*, sirva de síntesis la afirmación de su creador, Milton Friedman, de que la única responsabilidad de las empresas consiste en utilizar sus recursos para participar en actividades destinadas a incrementar sus beneficios. En el plano jurisprudencial destacan las SSTs (Sala de lo Civil) 825/1998, de 18 de septiembre (La Ley 9343/1998), 193/2000, de 4 de marzo (La Ley 6247/2000), 1086/2002 de 18 de noviembre (La Ley 191945/2002) y 400/2007 de 12 de abril (La Ley 11506/2007).

<sup>70</sup> Por este motivo las propuestas de Código de Sociedades Mercantiles de 2002 y de Ley de Transparencia trataron de definir el interés social como “*el interés común a todos los socios*” (el subrayado es nuestro).

<sup>71</sup> Así, GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, op. cit., p. 133; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente...*, op. cit., pp. 38 y ss.; y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, op. cit., pp. 37, 53-55. ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los mercados de valores”, *RDBB 110*, 2008, p. 90, sostiene que los mercados financieros están primordialmente orientados al lucro. Según GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., p. 88, el fin común de los accionistas integrante del elemento causal del contrato de sociedad consiste en poder hacer más rentable su inversión en la sociedad. En contra de la maximización de riqueza como criterio definitorio del interés social, ALONSO UREBA, A., “El gobierno

Por su parte, la teoría “institucionalista”, más alineada con el modelo económico del *stakeholder value*, entiende el interés social como una suerte de interés autónomo de la empresa en el que se agruparían los intereses de los distintos grupos de interés de alguna manera vinculados a la sociedad. Los defensores de esta doctrina consideran que la gestión social no puede desconocer otros intereses en juego y poner en riesgo la continuidad del negocio y la estabilidad de los mercados exclusivamente a fin de generar rentabilidad financiera para los inversores<sup>72</sup>.

En los años noventa, ante las crisis empresariales protagonizadas por grandes sociedades cotizadas, se pone en cuestión la gestión cortoplacista orientada a generar rápidas ganancias y medida exclusivamente por la cotización bursátil de la empresa<sup>73</sup>. Germina el concepto de responsabilidad social corporativa, que algunos autores tratan de traducir, en el plano jurídico, como la victoria de la teoría “institucionalista”. Esta batalla se da con más fuerza en el ámbito de las sociedades cotizadas por su presunta mayor proyección en la economía real —presunta porque, a nuestro juicio, puede ligarse la referida proyección a determinadas características de la empresa como su dimensión o su objeto social, pero no necesariamente a su cotización en los mercados de valores—<sup>74</sup>. Sin embargo, el giro esperado por algunos no se produce, sino que

---

de las grandes empresas (reforma legal *versus* códigos de conducta)” en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. Esteban Velasco, G.), Madrid: Marcial Pons, 1999, pp. 105 – 106.

<sup>72</sup> Vid ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente” en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea: Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid: Civitas, 1991, pp. 40-47, o ALONSO UREBA, A., “El gobierno de las grandes empresas (reforma legal *versus* códigos de conducta)”, *op. cit.*, pp. 105-106. Respecto a la tesis del *stakeholder value*, sus defensores argumentan que, además del evidente objetivo de las empresas de crear valor para sus accionistas en el largo plazo, es preciso que éstas también acomoden los intereses de otros participantes en ella (vid HANSMANN, H., KRAAKMAN, R., “Towards a single model of corporate law?” en AA.VV., *Corporate Governance Regimes. Convergence and diversity*, Oxford University Press, Oxford, 2002, pp. 57 y ss.).

<sup>73</sup> Según ALCALÁ DÍAZ, M.A., “El interés social en la sociedad anónima cotizada...”, *op. cit.*, pp. 50 y ss., el debate económico entre *shareholder value* y *stakeholder value* habría surgido en este momento y estaría circunscrito al ámbito de las sociedades cotizadas por su mayor proyección en la economía real. Indudablemente el debate cobró fuerza a raíz de las crisis empresariales, pero su origen es anterior. A modo de ejemplo, ya en 1970 Milton Friedman expuso sus ideas acerca de la teoría del *shareholder value* referidas a cualquier sociedad, cotizada o no (vid FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *op. cit.*). En otro orden de cosas, este debate debe ponerse en relación con el movimiento de gobierno corporativo surgido en las mismas fechas como resultado del cual se trata de fomentar la participación de los accionistas. Vid *supra* “Particularidades relativas a las sociedades cotizadas”.

<sup>74</sup> ALCALÁ DÍAZ, M.A., “El interés social en la sociedad anónima cotizada...”, *op. cit.*, pp. 51 y ss., explica que el concepto de responsabilidad social corporativa es un criterio de gestión societaria, pero no da contenido a la noción societaria de interés social por cuanto (i) a diferencia del concepto de responsabilidad social corporativa, la cláusula del interés social opera en el plano interno de la sociedad y (ii) la responsabilidad social corporativa no se prevé para el conjunto de las empresas, sino que se ciñe a las sociedades cotizadas. Huelga decir que, a nuestro juicio, la definición de interés social no puede variar en función de la condición o no de cotizada de la sociedad, que es voluntaria y cambiante. La dimensión bursátil de la sociedad está amparada por el Derecho de los mercados de valores, pero no debe influir en los fines de la gestión societaria. En el mismo sentido, la profesora Alcalá

se limita a una atenuación de la teoría “contractualista”. Sin dejar de equiparar el interés social con el de los accionistas, la doctrina mayoritaria sustituye el criterio de realización del valor máximo de la inversión por el de creación de valor para el accionista, entendida ésta como la creación de riqueza sostenible en consideración, aunque no con carácter primordial, del impacto de la gestión en los demás *stakeholders*<sup>75</sup>. Subyace a ambos criterios la consideración de que el conjunto de accionistas comparte la finalidad de obtener una riqueza patrimonial, si bien pueden optar por realizarla mediante la generación de beneficios a largo plazo que se distribuyan puntual o periódicamente a los socios (vía válida para los socios de en cualquier sociedad) o mediante la generación de una plusvalía derivada de la negociación de los valores (vía restringida a los inversores de sociedades cotizadas). Ante ambas vías, y considerando que la noción de interés social debe ser universal, se opta por favorecer la primera, con la convicción de que, además, la generación de valor a largo plazo redundará en una mayor revalorización de las acciones<sup>76</sup>.

Todas las fuentes del Derecho se han hecho eco de este cambio de criterio. A modo ilustrativo, en el ámbito normativo, la citada Directiva 2017/828 advierte de que los intereses de los inversores de sociedades cotizadas se centran demasiado en una rentabilidad a corto plazo, lo que puede dar lugar a una gestión y a un rendimiento empresarial que disten de ser óptimos, y propone medidas para fomentar la involucración de los accionistas a largo plazo<sup>77</sup>. Igualmente, aunque más en relación con el concepto de responsabilidad social corporativa, la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, menciona una “*transición hacia una economía mundial sostenible que combine la rentabilidad a largo plazo con la justicia social y la protección del medio ambiente*”

---

defiende que cualquier normativa aplicable a una sociedad limitará su gestión societaria, pero no configurará su fin (pp. 57-58).

<sup>75</sup> Entre muchos otros, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa” en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, vol. 2, España: Thomson Reuters-Aranzadi, 2006, pp. 866 y ss. y 904 y ss.; MEGÍAS LÓPEZ, J., “La creación de valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa”, *La Ley 9019*, Madrid, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 8484/2017) el 19 de enero de 2018]; y ALCALÁ DÍAZ, M.A., “El interés social en la sociedad anónima cotizada...”, *op. cit.*, pp. 64 y ss.

<sup>76</sup> ALCALÁ DÍAZ, M.A., “El interés social en la sociedad anónima cotizada...”, *op. cit.*, pp. 59 y ss.

<sup>77</sup> En el considerando 14 destaca que “[l]a implicación efectiva y sostenible de los accionistas es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que depende del sistema de control y equilibrio entre los distintos órganos y las distintas personas interesadas. Una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo constituye uno de los instrumentos que pueden contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de esas sociedades, también por lo que se refiere a factores medioambientales, sociales y de gestión, en particular como los que se mencionan en los Principios de Inversión Responsable que las Naciones Unidas sostienen.”



e introduce la noción de “*diligencia debida*” (considerando 4)<sup>78</sup>. En el plano jurisprudencial, el Tribunal Supremo introduce en sus sentencias una referencia a las discrepancias en la materia, aduciendo que la LSC parece inclinarse por la teoría “institucionalista” y suavizando su posicionamiento al respecto<sup>79</sup>. Desde la perspectiva regulatoria, la CNMV incluye el ideal de creación de valor en sus códigos de conducta y se muestra menos rotunda en su defensa de la teoría “contractualista”<sup>80</sup>. Así, el Código de Buen Gobierno recomienda precisamente al órgano de administración de la sociedad cotizada el respeto por esos otros intereses que confluyen en el negocio. Asimismo, en el ámbito económico, surgen muchas y muy diversas propuestas de gestión empresarial situadas entre las teorías del *shareholder* y del *stakeholder value* que tratan de establecer modelos de creación simultánea de valor económico y social<sup>81</sup>.

Recapitulando lo expuesto hasta aquí, la doctrina de la creación de valor, que compartimos, equipara el interés social con el interés común de los accionistas e insta a los administradores a su consecución mediante la generación de valor sostenible. Lo anterior es perfectamente compatible con el hecho de que toda empresa, como institución social, tenga raíces y proyección en la sociedad y, por ende, pueda generar valor compartido para otros

---

<sup>78</sup> Sobre el concepto de diligencia debida, su introducción en el ordenamiento francés y los avances al respecto en España, *vid* AMESTI MENDIZÁBAL, C., “Un apunte sobre la diligencia debida de las grandes sociedades: la regulación francesa” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros...*, *op. cit.*, pp. 103 y ss.

<sup>79</sup> SSTs (Sala de lo Civil) 991/2011 de 17 de enero de 2012 (La Ley 29286/2012) y 873/2011 de 7 de diciembre (La Ley 281251/2011).

<sup>80</sup> Ya en la primera versión del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de mayo de 2006 se trató de concretar la noción de interés social y se optó expresamente por una interpretación “contractualista” focalizada en el interés común de los accionistas (o interés del accionista común), al entenderse que respondía mejor a las expectativas de los inversores ante quienes, a fin de cuentas, responde el órgano de administración. Así, se definió el interés de la sociedad como la maximización, de forma sostenida, del valor económico de la empresa. Esta definición se mantuvo en la siguiente versión del Código de junio de 2013. En cambio, la última versión del Código de Buen Gobierno, publicada en febrero de 2015, no se posiciona expresamente en defensa de la teoría “contractualista”. El supervisor trata de reforzar, aunque sea indirectamente, la compatibilidad entre el interés de los accionistas y los de otros grupos de interés, así como la facultad del órgano de administración de promover el primero sin desatender los segundos. Así, en esta versión del Código de Buen Gobierno se amplía la noción de interés social para definirlo como “*la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa*”. Se sigue aludiendo a la generación de rentabilidad para el inversor, pero se introducen los elementos de sostenibilidad y continuidad a largo plazo, que se desvinculan del sentido tradicional del interés accionarial y están intrínsecamente relacionados con la noción de empresa como institución con proyección en la sociedad y con el objetivo de creación de valor compartido para todos los grupos de interés afectados por el negocio. Además, el Código complementa esta definición indicando que, en la búsqueda del interés social, el consejo de administración procurará “*conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente*” (el subrayado es nuestro). El empleo del término “conciliar” evidencia la postura del propio supervisor español, sin perjuicio de que se reconozca también la necesidad de dar respuesta a otros intereses que confluyen en toda actividad empresarial.

<sup>81</sup> Es interesante el estudio de estas propuestas elaborado en MEHERA, A.R., “Shared Value Literature Review: Implications for Future Research from Stakeholder and Social Perspective”, *Journal of Management and Sustainability* 7, 2017, pp. 98 y ss.

grupos de interés más allá de la pura rentabilidad financiera que sus socios esperan percibir. Además, la promoción de los intereses de los accionistas no excluye automáticamente la de los intereses de otros grupos afectados también por la marcha del negocio; al contrario, los puede proteger indirectamente<sup>82</sup>. A modo de sencillo ejemplo, la distribución de rentas a los accionistas aumentará su renta disponible que, destinada al consumo, aumentará la demanda. Un incremento de la demanda debería ir seguido de un incremento de la oferta (producción) y, por tanto, de una mayor demanda de recursos productivos que beneficiaría, cuando menos, a trabajadores y proveedores. En esencia, concebimos la empresa como un motor de redistribución de la renta capaz de generar riqueza para los distintos grupos —siempre, naturalmente, que se permita a la rueda girar—. En esta línea, entendemos que la delimitación del interés social trata de evitar que los administradores puedan reasignar discrecionalmente los recursos de la sociedad hacia otros intereses no accionariales<sup>83</sup>. Establece así una jerarquía entre los distintos intereses en juego, de manera que la protección del interés social es la función primordial en el ámbito societario como lo es, por ejemplo, la tutela los derechos de los trabajadores en el ámbito laboral<sup>84</sup>.

### 3. Interrelación entre ambas cuestiones

Algunos tratadistas han representado los debates sobre la distribución del poder societario y la noción del interés social como una función de dos variables, situando en cada extremo del eje horizontal la primacía accionarial frente a la primacía del administrador y en cada extremo del eje vertical a los *shareholders* frente a los *stakeholders*<sup>85</sup>. Curiosamente, la concepción de la sociedad como un conjunto de contratos (teoría “contractualista”) se ha argüido en defensa tanto

---

<sup>82</sup> En esta línea, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., p. 68. MEGÍAS LÓPEZ, J., “La creación de valor tolerante...”, op. cit., propugna la teoría del *enlightened shareholder value* o teoría del valor compartido, en la que los administradores deban promover el interés accionarial en el largo plazo, pero también crear valor compartido para otros *stakeholders* identificados o aceptados por los propios accionistas. En cambio, EASTERBROOK, F., FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, op. cit., p. 38, afirman que encomendar dos intereses distintos a un gerente equivale a no encomendarle ninguno y, por ello, aconseja ponerlos exclusivamente al servicio de los accionistas, cuyo papel no es antagonista, sino complementario al de los demás participantes en el negocio. A nuestro modo de ver, los intereses de los distintos colectivos no son necesariamente contrapuestos y, por tanto, la satisfacción de uno de ellos no pasa por la insatisfacción de los demás.

<sup>83</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Indret: Revista para el análisis del Derecho* 4, 2003, p. 5, disponible en [http://www.indret.com/pdf/162\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/162_es.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018], identifica los deberes de diligencia y lealtad de los administradores con los imperativos de maximizar la producción de valor y minimizar la redistribución de valor, respectivamente.

<sup>84</sup> Así, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa”, op. cit., pp. 866 y ss. y 904 y ss.; y GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., p. 65.

<sup>85</sup> BAINBRIDGE, S., “Director primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, *University of California Los Angeles School of Law Research Paper Review*, 2002, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=300860](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300860) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

de la primacía accionarial, pues nadie mejor para tutelar un interés que el propio interesado, como de la primacía de los administradores, pues se ha atribuido al órgano de administración el rol de nexo entre todos los contratos que conforman la sociedad y la tarea de velar por los distintos intereses implicados. En ambos casos se ha aceptado como interés merecedor de protección primordial el interés del accionista, si bien los distintos autores no coinciden acerca de los sujetos más competentes para tutelarlos.

A nuestro juicio, pueden establecerse dos relaciones causales: (i) a la primacía accionarial solo puede preceder la concepción del interés social como el interés común de los accionistas y (ii) a la tendencia “institucionalista” solo puede seguir la primacía de los administradores, pues se requiere atribuir el control a un órgano neutral capaz de trabajar al servicio de todos los interesados en la empresa. Ello explica el mapa de transposición del deber de pasividad en los distintos ordenamientos de la Unión Europea. Así, en Alemania y otros países de marcada tradición “institucionalista” se ha mantenido la pasividad como opcional, mientras que, en Inglaterra, España y otros estados propulsores del interés accionarial como interés social, se ha optado por un deber de pasividad imperativo. Sin embargo, a la primacía de los administradores también puede preceder, como hemos visto, la doctrina “contractualista”, como sucede en Estados Unidos y otros ordenamientos anglosajones inspirados en el estadounidense.

Por otra parte, la doctrina de la creación de valor sostenible está íntimamente conectada con la pretensión de fomentar la implicación de los accionistas no solo en la vida societaria, sino en la búsqueda de valor a largo plazo. Asumiendo que a toda inversión subyace la persecución de una riqueza patrimonial, el inversor con vocación de continuidad perseguiría la generación de beneficios a largo plazo, mientras que el inversor cortoplacista buscaría la generación de una plusvalía rápida. El fomento de la inversión a largo plazo pasa por el fomento de la gestión a largo plazo, pues no puede exigirse un compromiso duradero de quien aporta sus recursos —quien, en última instancia, asume el riesgo del negocio— si la gestión no está enfocada a generar valor durante todo el transcurso de ese compromiso. En definitiva, se trata de alinear el horizonte temporal de la financiación con el horizonte temporal de la rentabilidad de dicha financiación, como parte de la alineación de los intereses de la propiedad y los de la gestión<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> Al respecto, *vid* NAVARRO LÉRIDA, M.S., “El fomento de la visión a largo plazo en las inversiones: una cuestión de gobierno corporativo” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros...*, *op. cit.*, pp. 623 y ss.

## V. SIGNIFICADO JURÍDICO-SOCIETARIO DE LOS MODELOS NORMATIVOS EXPUESTOS

Es posible establecer una correlación entre el debate en torno a la distribución del poder societario y los modelos normativos de distribución de roles en la sociedad afectada por una opa. Éstos no son más que una concreción, en el contexto de una opa, de la postura adoptada por cada legislador en dicho debate. Como hemos expuesto ya, en Estados Unidos, los administradores se sitúan en el centro de la sociedad y gozan de enorme autonomía para llevar a cabo su gestión. Las facultades de control de los accionistas se concretan esencialmente en lo siguiente: *ex ante*, en la elección los administradores y *ex post* en el cese de los mismos, la ratificación de acuerdos sociales y la revisión judicial de sus actuaciones. Además, los administradores están sujetos a un deber de lealtad (*duty of loyalty*) para con los accionistas que rebaja, en teoría, la necesidad de llevar a cabo este control. En esta misma línea, ante una opa se impone a los administradores la obligación de comportarse activa y proactivamente, ya sea para favorecer el éxito de la opa, para mejorar sus condiciones, para encontrar otra alternativa o, incluso, para hacer fracasar la oferta. Por el contrario, en los ordenamientos jurídicos europeos los accionistas gozan, además de todos los instrumentos de control a disposición de los accionistas estadounidenses, de un mayor nivel de control *ex ante* por la vía de la propuesta y toma de las decisiones más relevantes de la vida societaria. En consonancia con ello, en los Estados miembros que han transpuesto el deber de pasividad como obligatorio se atribuye toda decisión relativa a la opa a los accionistas (esto es, a quienes de costumbre toman las decisiones societarias más relevantes).

En lo que se refiere al debate sobre el interés social, no puede afirmarse la existencia de una correlación entre éste y los referidos modelos normativos. Sí existe en la Unión Europea, pues la primacía accionarial no puede significar otra cosa que la superioridad del interés accionarial tal y como hemos explicado anteriormente. Así, se atribuye a los destinatarios de la opa la facultad de aceptarla o no, e incluso de tratar de favorecerla o impedirla, en función de sus propios intereses. Sin embargo, a la primacía de los administradores reinante en Estados Unidos podría preceder, bien la teoría “contractualista”, bien la teoría “institucionalista”. Siendo ambas opciones posibles, es por todos conocido que la primera de ellas está fuertemente consolidada en Estados Unidos a nivel de doctrina, jurisprudencia y legislación estatal. Nos remitimos en este aspecto a la literatura jurídica ya existente en la materia, que no es posible exponer en este trabajo con un nivel de detalle ajustado a su magnitud y calado<sup>87</sup>.

---

<sup>87</sup> En el plano doctrinal, *vid.*, por todos, BAINBRIDGE, S., “Director primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, *op. cit.*; EISENBERG, M.A., “An Overview of the Principles of Corporate Governance”, *Business Lawyer (ABA)*, vol. 48, agosto 1993, pp. 1271 y ss.; y EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “Corporate Control Transactions”, *op. cit.*, pp. 700 y ss., que argumentan que los deberes fiduciarios de los administradores son una alternativa a la supervisión directa de los administradores por los accionistas y un término del contrato de sociedad del que los accionistas son parte, por lo cual carecería de sentido interpretarlo como un deber de proteger otros intereses aun en perjuicio (por menor que fuera) de los intereses accionariales. En el plano jurisprudencial, esta

En vista de lo anterior, puede afirmarse que tanto el modelo normativo europeo como el estadounidense distribuyen los roles entre los distintos sujetos de la sociedad afectada por una opa con el mismo objetivo, tutelar con carácter primordial los intereses de sus accionistas, pero difieren acerca de la mejor forma de lograrlo. En el siguiente capítulo profundizaremos en la posición del Derecho comunitario y, particularmente, del Derecho español y en su significado.

Cerramos este capítulo advirtiéndolo de que la realidad societaria actual, y particularmente en el ámbito de las sociedades cotizadas, dista de reflejar lo que los modelos normativos de distribución del poder societario proponen. Destacamos cuatro elementos de esta realidad, tres de ellos ya expuestos en este capítulo. Primero, los accionistas de sociedades estadounidenses, apoyados por un sector doctrinal relevante, están reclamando un incremento de sus facultades de control *ex ante* (esto es, de su capacidad de decisión en la vida societaria). Segundo, en Europa los accionistas minoritarios han declinado sus facultades legales de control pese a los esfuerzos normativos realizados en la dirección contraria. Tercero, asistimos a una oleada de activismo accionarial que está dando un peso relevante al criterio de determinados inversores (a saber, inversores institucionales o significativos). Y, cuarto, la globalización de la economía y la libre circulación del capital ha resultado en un elevado nivel de internalización del accionariado de las sociedades cotizadas. En vista de lo anterior, es previsible que ante una opa sobre una sociedad europea los accionistas de tradición norteamericana reclamen de los administradores una intervención (pro)activa en el desenvolvimiento de la oferta. Es previsible que los inversores institucionales de una sociedad opada, cualquiera que sea su nacionalidad, deseen participar *ex ante* en la definición de la estrategia societaria frente a la opa en vuelo. Y es previsible también que los accionistas minoritarios se mantengan al margen de cualquier toma de decisión colectiva respecto a la opa y se limiten a tomar una decisión individual de aceptación o rechazo de la misma. Así las cosas, es deseable delimitar —cuando menos doctrinalmente, si no jurisprudencial, consuetudinaria o legalmente— la actuación debida por los administradores de la sociedad afectada de forma que, sin dejar de observar rigurosamente la normativa aplicable, se atienda a estas realidades en beneficio de todos los accionistas.

---

postura fue recogida inicialmente en *Dodge vs. Ford* (204 Mich. 459, 170 N.W. 668, 1919 Mich.). *Vid* también la bibliografía citada en “La noción de interés social: de las teorías “contractualista” e “institucionalista” a la creación de valor sostenible”.

## **CAPÍTULO II. EL DEBER DE PASIVIDAD. CONCEPTO, FUNDAMENTO, NATURALEZA Y ORDENACIÓN**

### **I. PLANTEAMIENTO**

En el capítulo anterior hemos presentado brevemente los modelos normativos europeo y estadounidense de distribución de roles en la sociedad afectada por una opa y las opciones de política jurídico-societaria que subyacen a cada uno de ellos. Es el momento ya de adentrarnos en el modelo europeo, en la modalidad en que ha sido transpuesto al ordenamiento español, para definir la actuación esperable de los administradores de la sociedad afectada.

Hemos establecido que el modelo europeo se concreta, entre otros, en la opción, sujeta a la discrecionalidad de los legisladores nacionales, de imponer un deber de pasividad a los administradores de la sociedad afectada. El objetivo de este capítulo es comprender la razón de ser de esta norma —fundamentalmente desde la perspectiva jurídica, por la naturaleza de este trabajo de investigación, pero también económica por la inseparabilidad de ambas ramas— con el objetivo mayor de delimitar su alcance, tarea que abordaremos en el siguiente capítulo.

Para realizar adecuadamente este trabajo, resulta imprescindible analizar con carácter previo los antecedentes del deber de pasividad y el proceso de tramitación de la Directiva de Opas, pues no se puede entender el actual tratamiento de este deber sin conocer su evolución a lo largo de los más de quince años que duró la elaboración de la norma comunitaria. El deber de pasividad, como toda la normativa de opas, tiene una doble dimensión societaria y del mercado de valores. Hemos adelantado ya que las diferencias entre los Derechos de sociedades de los distintos Estados miembros imposibilitaron la creación de un régimen armonizado en materia de opas y, en particular, en lo que respecta a la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada. Por ello, la Directiva de Opas hubo de articularse como una norma de mínimos que concede a los Estados miembros gran flexibilidad para transponerla y desarrollarla en sus respectivos ordenamientos.

Una vez descrita la evolución histórica de la norma, expondremos el mapa de transposición de la norma comunitaria y compararemos la regulación española con la de otros ordenamientos europeos que hemos considerado relevantes. Seguidamente, profundizaremos en el significado jurídico-societario de esta norma (a saber, la atribución del poder societario a los accionistas y la equiparación del interés social con el interés accionarial) y delimitaremos su naturaleza jurídica como obligación de no hacer dispensable *ex ante* por la junta general de accionistas y como deber autónomo, pero coexistente con los deberes generales de diligencia y lealtad de los administradores.

## II. ANTECEDENTES DEL DEBER DE PASIVIDAD

### 1. Origen del deber de pasividad: la *passivity rule* británica

La configuración del deber de pasividad como uno de los principios ordenadores de la normativa de opas tiene su origen en el ordenamiento británico<sup>1</sup>.

Las primeras Directrices en materia de opas en el Reino Unido fueron publicadas en 1959 por la *Issuing Houses Association* en cooperación con diversas instituciones londinenses, incluida la *London Stock Exchange*, a instancia del entonces Gobernador del Banco de Inglaterra Cameron Cobbold<sup>2</sup>. Estas Directrices se elaboraron en respuesta a una oleada de opas hostiles formuladas en los años cincuenta frente a las que se habían alzado a los consejos de administración de las correspondientes sociedades afectadas<sup>3</sup>.

En las Directrices se plasmaron los principios fundamentales de libertad en los mercados de capitales y de primacía de los intereses de los accionistas, y se atribuyó a los accionistas de la sociedad afectada la decisión sobre la idoneidad de la opa. En palabras de la *Issuing Houses Association*, los órganos de administración deberían ser cautos al rechazar la presentación de una oferta seria y responsable dirigida a los accionistas. El Derecho común británico o, más específicamente, su interpretación por los Tribunales, ya apuntaba por aquella época en la misma dirección, pues la injerencia de los administradores en el transcurso de una opa con la finalidad de frustrarla se consideraba un incumplimiento de sus deberes fiduciarios por uso impropio de sus poderes<sup>4</sup>. No obstante, en defecto de regulación legal en la materia, las Bolsas estimaron necesario elaborar una suerte de autorregulación con el fin de sentar unas normas generales en materia de opas y posibilitar su *enforcement* sin necesidad de acudir a los Tribunales. De ahí surgieron las citadas Directrices<sup>5</sup>.

Las Directrices fueron revisadas en 1963 y sustituidas en 1968 por el *City Code on Takeovers and Mergers*. Además, se creó el *Panel on Takeovers and Mergers* para supervisar

---

<sup>1</sup> Sobre el nacimiento de la regulación de las opas en el Reino Unido y su evolución hasta 1980, ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, Madrid: Altamira, 1980, pp. 134 y ss.

<sup>2</sup> *Issuing Houses Association: Notes on Amalgamation of British Businesses*, 1959, disponibles en <https://webb-site.com/codocs/UKcode1959.pdf> [fecha de consulta: 28 de febrero de 2018].

<sup>3</sup> Sobre la aparición de opas hostiles en los años cincuenta y sobre la reacción de los administradores frente a las mismas, vid JOHNSTON, A., “Takeover regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code”, *The Cambridge Law Journal*, 2007, pp. 423 y ss.

<sup>4</sup> Así lo estimaron los Tribunales en los casos *Hogg vs. Cramphorn Ltd.* (1967) Ch 254 y *Howard Smith Ltd. vs. Ampol Petroleum Ltd.* (1974) AC 821. En particular, en el primer caso, los Tribunales consideraron que el intento de los administradores de frustrar la opa constituía un incumplimiento de sus deberes fiduciarios, sin perjuicio de que tal intento se hubiera realizado de buena fe con la convicción de que el fracaso de la opa era en el mejor interés de los accionistas de la sociedad.

<sup>5</sup> Así, JOHNSTON, A., “Takeover regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code”, *op. cit.*, pp. 422 y 440 y ss.

la observancia del *City Code* y establecer criterios para su interpretación. Este código contenía diez principios generales y treinta y cinco reglas que debían regir en presencia de una opa. Estaba diseñado para proteger los intereses de todos los accionistas en el contexto de una opa, garantizando la igualdad de trato y la no injerencia del órgano de administración en el proceso de decisión sobre la oferta. Su principal novedad fue la incorporación de la *passivity rule* o prohibición de los administradores de llevar a cabo medidas anti-opas sin el consentimiento de los accionistas desde que aquéllos tuvieran conocimiento de la existencia de una opa. En particular, se prohibió la emisión de acciones, la adquisición o enajenación de activos esenciales y la suscripción de contratos fuera del curso ordinario del negocio. Estas normas han permanecido prácticamente inalteradas desde entonces<sup>6</sup>.

El *City Code* no adquiriría rango legal hasta 2006, con la transposición de la Directiva de Opas en el ordenamiento británico. Hasta entonces, el *Panel* sería responsable de sancionar la inobservancia del Código, cuyo análisis serviría por otra parte para complementar el test sobre el cumplimiento de los deberes fiduciarios y determinar la existencia o no de un comportamiento legalmente sancionable de los administradores<sup>7</sup>.

## 2. Expansión de la *passivity rule* e introducción en el ordenamiento español

Por influencia de la normativa británica, otros ordenamientos acogieron el deber de pasividad de los administradores antes de la elaboración de la Directiva de Opas<sup>8</sup>. A modo de ejemplo, en Francia, ya en 1970 la *Commission des Opérations de Bourse* reconoció el derecho de los destinatarios de una opa a decidir sobre la idoneidad de la misma y consagró la obligación de los administradores de observar los intereses de los accionistas durante la pendencia de la oferta en el Reglamento General de la Sociedad de Agentes de Cambio<sup>9</sup>. Del mismo modo, el Código de Conducta publicado por la Bolsa de Milán en 1971 imponía determinadas limitaciones a la actuación de los administradores en presencia de una opa<sup>10</sup>. La *passivity rule* fue extendiéndose a través de los Estados miembros hasta el punto de que, según el estudio elaborado en 2012 por el despacho alemán Marccus Partners, en colaboración con el *Centre for European Policy Studies*, a instancia de la Comisión Europea, para analizar la transposición de la Directiva de

---

<sup>6</sup> Sobre el desarrollo histórico de la *passivity rule*, vid GULLIFER, L., PAYNE, J., *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, 2ª edición, Londres: Bloombury, 2011, pp. 682 y ss.

<sup>7</sup> Al respecto, PROVIDENTI, S., “Directors duties in UK corporate acquisitions” en AA.VV., *Year book of international financial and economic law 2000 – 2001*, Londres: British Institute of International and Comparative Law, 2003, pp. 194 y ss.

<sup>8</sup> Vid FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada” en AA.VV., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición* (dirs. Beneyto, J.M., Largo, R.), Barcelona: Bosch, 2009, pp. 505 y ss.

<sup>9</sup> *Règlement Général de la Compagnie des Agents de Change*.

<sup>10</sup> Sobre el origen y desarrollo de la regulación de opas en Francia, Bélgica, Holanda e Italia, vid ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, op. cit., pp. 152 y ss.



Opas, doce Estados miembros ya preveían un deber de pasividad en sus regímenes anteriores a la Directiva de Opas, incluyendo Austria, Eslovaquia, España, Estonia, Francia, Irlanda, Italia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía y Suecia<sup>11</sup>.

En España, el deber de pasividad se introdujo en el ordenamiento jurídico en 1988, con la elaboración de la antigua Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (la “**LMV**”)<sup>12</sup>. La regulación española de opas vigente hasta entonces (primero el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, que establecía una reglamentación especial para la tramitación de las opas, y a continuación el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero<sup>13</sup>), no trataba la actuación de la sociedad afectada o su órgano de administración durante el transcurso de la oferta. Ambas normas abordaron las opas como una mera técnica de contratación bursátil especial, regulando únicamente la tramitación de una opa desde su preparación y presentación hasta su liquidación y estableciendo un régimen para las ofertas competidoras<sup>14</sup>. Pero la experiencia en España demostró que las opas excedían del ámbito estrictamente bursátil y que era preciso regular la conducta de las partes con mayor profundidad. Así, en 1988, se introdujo una sucinta regulación de estas operaciones en la LMV, en un capítulo conformado por tan solo dos preceptos, y se mandató al ejecutivo para desarrollar la normativa reglamentariamente<sup>15</sup>. En el listado de materias a desarrollar se incluyeron “*las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad afectada*”.

El Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**RD 1197/1991**”) vino a desarrollar el marco general para la regulación de las opas previsto en la LMV. Esta norma abordó las limitaciones a la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada en su artículo 14. El deber de pasividad

---

<sup>11</sup> MARCCUS PARTNERS, CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES: “The Takeover Bids Directive Assessment Report”, 2012, disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm) [fecha de consulta: 15 de noviembre de 2017]. Este informe se solicitó de conformidad con la obligación de examinar la Directiva de Opas cinco años después del vencimiento del plazo para su transposición (20 de mayo de 2006) prevista en el artículo 20 de la misma. *Vid infra* “Resultado de la Directiva de Opas: fracaso en la armonización normativa”.

<sup>12</sup> Hoy incorporada al TRLMV.

<sup>13</sup> Publicados respectivamente en el BOE número 226 de 19 de septiembre de 1980 disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1980-20198> y el BOE número 40 de 16 de febrero de 1984 disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1984-4024> [fecha de consulta: 15 de noviembre de 2017].

<sup>14</sup> De hecho, la Exposición de Motivos del Real Decreto 1848/1980 encuadraba la elaboración de la norma en la facultad de las Juntas Sindicales de establecer el régimen o procedimiento de contratación a seguir en los casos de ofertas o demandas excepcionales prevista en los artículos 157 y 163 del Reglamento de las Bolsas de Comercio de 1967 aprobado por el Decreto 1506/1967, de 30 de junio. SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., pp. 70-76, entiende que seguramente la finalidad de estos preceptos no consistía en regular las tomas de control mediante una normativa bursátil específica.

<sup>15</sup> Capítulo V del Título IV de la LMV, cuya primera versión fue publicada en el BOE número 181 de 29 de julio de 1998 disponible en <https://www.boe.es/boe/dias/1988/07/29/pdfs/A23405-23425.pdf> [fecha de consulta: 1 de marzo de 2018].

se formuló como la prohibición de realizar actuaciones, bien fuera de la actividad ordinaria de la sociedad, bien que tuvieran por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta. Este mandato tenía el doble propósito de evitar que los administradores obstaculizaran el curso de la opa y que la opa obstaculizara el desarrollo del negocio habitual de la sociedad.

Se observa que las conductas prohibidas venían delimitadas *a priori* por la finalidad o intención de los actores, a diferencia del régimen actual, que basa la prohibición en la capacidad de la propia conducta de impedir el éxito de una opa al margen de las intenciones de quien la lleve a cabo. No obstante, tras la enunciación general del deber de pasividad, el artículo 14 enumeró una serie de conductas prohibidas que no necesariamente reunían alguna de las dos condiciones mencionadas. En particular, se prohibió (i) la emisión de acciones u otros valores que otorgasen derecho a suscribir o adquirir acciones, salvando la ejecución de acuerdos autorizados por la junta general, (ii) la realización de operaciones sobre valores afectados por la opa con la finalidad de perturbarla y (iii) la enajenación, gravamen o arrendamiento de activos sociales cuando pudiera frustrar o perturbar la opa. Tan solo en la segunda conducta se requirió expresamente la intención de hacer fracasar la opa, mientras que la primera y la tercera (una tácita y otra expresamente) se basaban en la idoneidad de la conducta para tal fin. Esta regulación del deber de pasividad era en cierto modo más rigurosa que la actual, puesto que no legitimaba a la junta general para dispensar a los administradores del deber de abstención en presencia de una opa<sup>16</sup>.

Además, esta norma especificó el deber del órgano de administración de hacer prevalecer en todo momento los intereses de los accionistas sobre los suyos propios. La expresión de esta obligación sería sustituida al transponer la Directiva de Opas por el deber de no denegar a los titulares de valores la facultad de decidir sobre la opa. No obstante, la obligación de postergar los intereses propios no desaparece pues es inherente al cargo de cualquier gestor de intereses ajenos y, especialmente, al del administrador social<sup>17</sup>.

El artículo 14 fijó un periodo temporal de aplicación de esta regla muy similar al actual: desde la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada, que tenía lugar tan pronto como el oferente presentara su oferta (entendida la presentación como la solicitud de autorización a la CNMV hasta la publicación del resultado de la opa.

---

<sup>16</sup> Vid FERNÁNDEZ TORRES, I., “Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas”, *RDBB* 110, 2008, pp. 18 y ss. GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 139 y ss., distingue tres modelos de distribución del poder de decisión en una opa: (i) el órgano de administración como centro del poder de decisión; (ii) la imposición de un deber de pasividad imperativo; y (iii) la imposición de un deber de pasividad dispositivo por la junta general. El primero de ellos equivaldría al modelo estadounidense que hemos expuesto en el primer capítulo, y el tercero, al modelo europeo. Hemos prescindido del modelo más rígido de pasividad imperativa dada su inexistencia, a esta fecha, en ordenamientos jurídicos de nuestro entorno.

<sup>17</sup> Vid *infra* “Deber de lealtad”.

Por último, el RD 1197/1991 extendió el deber de pasividad a los órganos de administración de las sociedades del grupo de la sociedad afectada y a quienes pudieran actuar concertadamente con ella. Esta previsión se mantendría en la regulación posterior pese a no venir recogida en la Directiva de Opas.

### 3. La Directiva de Opas: un intento de aproximación

#### 3.1. Génesis de la Directiva de Opas

La elaboración de la Directiva de Opas se encuadra en el proyecto de integración de los mercados europeos como elemento para la plena realización de un mercado común basado en la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales. La propia Directiva de Opas enmarca su elaboración dentro del apartado 2.g) del artículo 44 del antiguo Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, conforme al cual debía crearse un marco de garantías equivalentes aplicables a las sociedades sujetas al Derecho de cualquier Estado miembro para proteger los intereses de los socios y de terceros.

En 1985, la Comisión de las Comunidades Europeas publicó su Libro Blanco sobre el perfeccionamiento del mercado interno y anunció su intención de proponer la elaboración de una directiva que aproximara los ordenamientos nacionales en materia de opas. En 1999, la Comisión presentó un Plan de Acción de Servicios Financieros y señaló, entre las distintas áreas que precisaban de actuación para alcanzar unos mercados integrados, la necesidad de crear un marco seguro y transparente para la reestructuración de las actividades internacionales. Destacó en particular la necesidad de sentar unos criterios objetivos comunes y estables en el tiempo con base en los cuales se pudieran autorizar las reestructuraciones transfronterizas<sup>18</sup>. En definitiva, se pretendía fomentar las concentraciones empresariales en Europa con la finalidad de crear una economía fuerte y empresas sólidas capaces de hacer frente a la competencia internacional<sup>19</sup>. En este contexto, las facultades de los administradores de frustrar una opa constituían una barrera en el mercado de control europeo que convenía eliminar.

---

<sup>18</sup> El Plan, con memorándum explicativo de la Comisión: COM (1999) 232, 11.05.99.

<sup>19</sup> En este sentido se pronunció el Comité Económico y Social en su dictamen sobre la primera Propuesta de Directiva de Opas presentada por la Comisión Europea en 1989 (DOCE C-298 de 27 de noviembre de 1989, pp. 57 y ss.): *“La constitución en el ámbito comunitario de grupos con capacidad para hacer frente a la competencia internacional representa un elemento de confianza para el mercado financiero europeo y para el tejido económico-productivo en general. De hecho cabe señalar que en el contexto actual ciertos operadores de países terceros, con alta disponibilidad financiera y amplia capacidad de endeudamiento, pueden fácilmente adquirir en Europa sociedades y sectores estratégicos fundamentales.”* Igualmente, tras el rechazo de la segunda Propuesta de Directiva de Opas en 2011, el comisario Frits Bolkestein expresó su decepción al considerar que el rechazo de la Propuesta representaba un importante paso atrás para alcanzar los objetivos acordados en Lisboa por los Jefes de Gobierno europeos de lograr un mercado de capitales europeo integrado en 2005 y hacer de Europa la economía más competitiva del mundo en 2010 (IP/01/243). Por su parte, en AA.VV., *“Report of the High Level Group of Experts on Issues Related to Takeover Bids”* (trad. Garrido, J.M.), *RDBB* 89, 2003, pp. 277 y ss., informe

Además, la Comisión quería evitar que las reestructuraciones se vieran distorsionadas por diferencias arbitrarias entre Estados miembros en materia de gestión de empresas. Resultaba imprescindible proporcionar seguridad jurídica a los inversores en todo el ámbito de la Unión Europea<sup>20</sup>; tal seguridad, a su vez, aumentaría cuanto más armonizado estuviera el nivel de protección de los inversores, pues la incertidumbre respecto de la regulación de una determinada operación de reestructuración indudablemente podría canalizar la inversión hacia otros mercados que neutralizaran tal incertidumbre o mantenerla en el ámbito doméstico ya conocido por los inversores<sup>21</sup>. En esta misma línea, en el proceso de tramitación de la Directiva de Opas, los Estados miembros insistieron en la necesidad de crear un *level playing field* o terreno de juego equilibrado para que las sociedades europeas pudieran lanzar opas o defenderse de opas en igualdad de condiciones con independencia de su nacionalidad o lugar de cotización.

Con este fin, la Comisión fijó como prioridad alcanzar un acuerdo político sobre la Propuesta de Directiva de Opas. La Directiva de Opas se elaboró así con el doble objetivo de armonizar la legislación aplicable en esta materia y de otorgar a los afectados por estas operaciones un grado de protección suficiente y equivalente en toda la Unión Europea, incluyendo a los titulares de valores objeto de una opa (y, particularmente, a los minoritarios), pero también a las propias sociedades afectadas, los oferentes y otros grupos de interés de ambos<sup>22</sup>.

### 3.2. Tramitación de la Directiva de Opas

La tramitación de la Directiva fue un proceso muy largo, de más de quince años, en el que se revelaron intereses contrapuestos de los distintos Estados miembros<sup>23</sup>. En particular, la

---

elaborado a instancia de la Comisión Europea en 2002 (el “**Informe Winter**”) se señaló la necesidad de fomentar las opas por tratarse de una fuente de riqueza tanto para los oferentes mediante la explotación de sinergias y la obtención de una escala óptima de producción como para los accionistas de la sociedad afectada mediante la obtención de un sobreprecio por sus valores (pp. 286-287). Sobre la función económica de la opa, *vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., pp. 31 y ss.

<sup>20</sup> Entre otros documentos del proceso de tramitación de la Directiva de Opas, en los considerandos de la tercera Propuesta de Directiva de Opas presentada en 2002, se indicó que las opas son “*operaciones que pueden contribuir al desarrollo y reorganización de las empresas europeas, condición indispensable para afrontar la competencia internacional y crear un mercado único de capitales. Sin embargo, se rigen todavía por normativas nacionales muy distintas y, cuando tienen lugar entre varios Estados miembros, suscitan numerosos interrogantes; por ejemplo, sobre la legislación aplicable o las autoridades competentes. Semejantes incertidumbres no son ni aceptables ni deseables en la Unión Europea.*” (DOUE C-45 de 25 de febrero de 2003, p. 1).

<sup>21</sup> En este orden de ideas, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints Complutense 2006/3*, 2006, pp. 9 y ss., disponible en <http://eprints.ucm.es/5624/1/sancalero.pdf> [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].

<sup>22</sup> Así lo indica el considerando 25 de la Directiva de Opas.

<sup>23</sup> Para una detallada exposición del proceso de elaboración de la Directiva, BENEYTO, J.M., PUENTE, J., “Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado”, *Documentos de trabajo de la Universidad San Pablo CEU*, Madrid: Instituto de

regulación del deber de pasividad supuso el mayor reto en el proyecto de armonización de la normativa de opas. Los distintos Estados miembros argüían que la obligatoriedad de la regla de pasividad impedía crear un *level playing field* o terreno de juego equilibrado en el mercado de control societario intracomunitario debido, esencialmente, a la falta de armonización de los Derechos de sociedades nacionales. El problema se atajó concibiendo la Directiva como una norma *de minimis* y la regla de pasividad como meramente dispositiva y, en definitiva, renunciando a una efectiva armonización normativa de esta materia. Sin ánimo de analizar todos los avatares del proceso, conviene hacer una referencia a la evolución del tratamiento del deber de pasividad para entender su formulación actual en la Directiva de Opas.

### 3.2.1. El Informe Pennington

El primer borrador de Directiva de Opas se remonta a 1974, cuando la Comisión de las Comunidades Europeas encargó un informe al profesor Robert Pennington acerca de este tipo de operaciones, relativamente novedosas en la Unión Europea y carentes de regulación imperativa en la mayoría de los Estados miembros. El informe, conocido como “Informe Pennington”, adjuntaba un modelo de Directiva de Opas de marcada influencia británica<sup>24</sup>.

El profesor Pennington afirmó que la regulación de las opas no podía reducirse al ámbito administrativo, pues entraban en juego diferentes intereses privados cuya tutela había de enmarcarse en el área del Derecho societario al margen de su regulación desde la perspectiva de los mercados de valores o del Derecho de la competencia. Así, tras un estudio de los regímenes más “desarrollados” en la materia por aquel entonces, incluyendo el Reino Unido, Francia, Bélgica y Luxemburgo, Italia, Holanda y Alemania, trató de compendiar en una única propuesta las reglas que consideró más útiles y adecuadas de cada jurisdicción. El influjo británico sería inevitable puesto que era de largo la jurisdicción con mayor regulación y experiencia acumulada hasta la fecha<sup>25</sup>.

En lo que a la conducta de la sociedad afectada se refiere, el profesor Pennington propugnó la igualdad de trato entre los destinatarios de la opa y el deber de los administradores de preservar los intereses de los titulares de valores de la sociedad afectada. Para ello, estableció la prohibición de los administradores de resistirse a la opa mediante operaciones sobre activos o valores de la sociedad ajenas al curso ordinario del negocio que pudieran resultar, aun en caso

---

Estudios Europeos, 2005, pp. 1 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., pp. 43 y ss.

<sup>24</sup> PENNINGTON, R., “Report on Takeover Offers and Other Offers”, 1974, disponible en [http://aei.pitt.edu/33743/1/A304\\_1.pdf](http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

<sup>25</sup> En este sentido, ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, op. cit., p. 178, afirma que en el Informe Pennington “[r]ealmente lo que se ha hecho ha sido tomar como norma básica el Código de la City de 1972, añadiendo algunas normas, las más peculiares, de las restantes reglamentaciones europeas”.

de éxito de la opa, en que el oferente no alcanzase la participación de control deseada o en que la sociedad afectada no tuviera la naturaleza o composición perseguida y aceptada por él en el momento de lanzar la opa. Tales operaciones habrían de someterse a la previa autorización de los destinatarios de la oferta, tanto en junta general como en reuniones *ad hoc* de los titulares de otros valores objeto de la misma<sup>26</sup>.

La propuesta de Pennington cayó en saco roto por la falta de interés de los Estados miembros en elaborar una normativa de opas a nivel europeo. La Comisión Europea sí introdujo en su Recomendación 77/534/ECC, de 25 de julio de 1977, para un código de conducta europeo acerca de las operaciones sobre valores negociables, algunos principios consagrados en el Informe Pennington como la igualdad de trato de los titulares de valores y la prohibición del órgano de administración de una sociedad cuyos valores se negocien de actuar en detrimento de la negociación de los mismos o de los derechos de los accionistas<sup>27</sup>. No obstante, la elaboración de la proyectada Directiva de Opas se retrasaría más de quince años desde la emisión del Informe Pennington.

### 3.2.2. Primera Propuesta de Directiva, retirada

La Comisión Europea presentó una primera Propuesta de Directiva de Opas el 19 de enero de 1989<sup>28</sup>. Esta primera Propuesta imponía un deber de pasividad al órgano de administración de la sociedad afectada por una opa que se concretaba únicamente en dos prohibiciones: (i) la prohibición de emitir títulos a los que correspondieran derechos de voto o que pudieran convertirse en títulos con derechos de voto y (ii) la prohibición de realizar operaciones no corrientes ni concluidas en condiciones normales, salvo autorización debidamente motivada de la autoridad supervisora competente. También se preveía la intervención de la junta general de accionistas como mecanismo de dispensa de tal deber de abstención.

En términos generales, la Propuesta fue valorada positivamente por el Comité Económico y Social en su dictamen sobre la misma<sup>29</sup>, aunque se aludió ya a la necesidad de conceder cierta flexibilidad a las autoridades nacionales responsables de la reglamentación, todo ello dentro de unos parámetros claros y precisos. Los Estados miembros mostraron un fuerte recelo a la regulación comunitaria de esta materia, pues cuestionaban las crecientes competencias de la Comunidad Europea y la conveniencia de abrir los mercados europeos. En lo que se refiere al deber de pasividad, el Comité Económico y Social aprobó la limitación de los poderes del órgano de administración de la sociedad afectada, si bien propuso excluir del ámbito de las actuaciones prohibidas aquellas materias que ya hubieran sido acordadas por la

---

<sup>26</sup> Informe Pennington, pp. 81 y ss.

<sup>27</sup> DOCE L-212 de 20 de agosto de 1970, pp. 37 y ss.

<sup>28</sup> DOCE C-64 de 14 de marzo de 1989, pp. 8 y ss.

<sup>29</sup> DOCE C-298 de 27 de noviembre de 1989, pp. 57 y ss.

junta general de la sociedad y delegadas en el órgano de administración. Por su parte, el Parlamento Europeo introdujo veintiuna enmiendas al articulado de la Propuesta<sup>30</sup>. Respecto al deber de pasividad, el Parlamento Europeo propuso modificar tanto las actuaciones prohibidas como el régimen de autorización por la junta general o la autoridad competente.

La Comisión Europea presentó una Propuesta de Directiva de Opas modificada al Consejo y al Parlamento Europeo el 10 de septiembre de 1990 que acogía solo parte de las enmiendas propuestas por las demás instituciones europeas<sup>31</sup>. El Comité Económico y Social emitió un dictamen adicional sobre la Propuesta revisada en el que reiteró su recomendación de evitar planteamientos preceptivos para dotar de flexibilidad a los Estados miembros e insistió en la importancia de no impedir al órgano de administración la consecución de operaciones acordadas con antelación a la formulación de la opa y sin el propósito de frustrarla<sup>32</sup>. Esta Propuesta de Directiva fue finalmente retirada por la Comisión Europea en febrero de 1996.

### 3.2.3. Segunda Propuesta de Directiva, rechazada

La Comisión Europea presentó una segunda Propuesta de Directiva de Opas el 7 de febrero de 1996<sup>33</sup>. Fruto de la disconformidad de los Estados miembros con la Propuesta anterior, esta segunda Propuesta ya se formuló como una Directiva marco que dejaba una amplia libertad de actuación a los legisladores nacionales para su transposición.

En ella, el deber de pasividad se regulaba de forma más genérica. La Propuesta preveía una prohibición general de tomar medidas que pudieran frustrar la oferta y una prohibición específica de emitir acciones que pudieran impedir de forma duradera al oferente obtener el control de la sociedad afectada, a menos que se contara con la autorización previa a tal efecto de la junta general de accionistas. A continuación, se mandataba a los Estados miembros para adoptar las normas necesarias al efecto.

El Comité Económico y Social emitió un dictamen el 11 de julio de 1996 en el que propuso excluir del deber de pasividad la comunicación al público de la opinión del órgano de administración respecto de la opa y la adopción de medidas cuando la urgencia no permitiera esperar hasta la celebración de una junta general<sup>34</sup>. Por su parte, el Parlamento Europeo de nuevo aprobó la Propuesta con veintiuna enmiendas, de las cuales solo una versaba sobre el deber de pasividad con el objetivo de aclarar su alcance temporal<sup>35</sup>.

---

<sup>30</sup> DOCE C-38 de 19 de febrero de 1990, pp. 41 y ss.

<sup>31</sup> DOCE C-240 de 26 de septiembre de 1990, pp. 7 y ss.

<sup>32</sup> DOCE C-102 de 18 de abril de 1991, pp. 49 y ss.

<sup>33</sup> DOCE C-162 de 6 de junio de 1996, pp. 5 y ss.

<sup>34</sup> DOCE C-295 de 7 de octubre de 1996, pp. 1 y ss.

<sup>35</sup> DOCE C-222 de 21 de julio de 1997, pp. 20 y ss.

El 11 de noviembre de 1997, la Comisión transmitió al Consejo y al Parlamento Europeo una Propuesta de Directiva de Opas modificada, que tenía en cuenta la mayoría de las enmiendas propuestas por el Parlamento y los deseos del Consejo Económico y Social<sup>36</sup>. En esta nueva Propuesta se acogió la redacción del deber de pasividad propuesta por el Parlamento Europeo. El Consejo adoptó una posición común por unanimidad el 19 de junio de 2000 en la que se exceptuó del deber de abstención la búsqueda de ofertas competidoras<sup>37</sup>. La Comisión aceptó esta posición común el 26 de julio de 2000. El Parlamento Europeo, sin embargo, aprobó la posición común con quince enmiendas, incluyendo, entre ellas, un nuevo apartado en el artículo relativo al deber de pasividad para prever la posibilidad de adoptar medidas defensivas distintas de las allí previstas. El Parlamento Europeo proponía facultar a las autoridades competentes nacionales para emitir orientaciones al respecto y para autorizar tales medidas, sin poder prohibir aquellas medidas aprobadas por la junta general, y facultar a los accionistas para acudir a los Tribunales si estimaban que el órgano de administración había excedido sus funciones<sup>38</sup>.

En este contexto, el Consejo consideró necesario acudir al procedimiento de conciliación. En el texto de conciliación tan solo se aceptaron tres enmiendas del Parlamento Europeo y parte de otra. En particular, se rechazó la enmienda al deber de pasividad aduciendo tres razones: (i) era contraria al espíritu de la disposición, según la cual solamente los accionistas podían decidir la suerte de la sociedad; (ii) la autoridad de control debía ser árbitro del juego y no formaba parte de su tarea tomar partido entre dos sociedades; y (iii) la implicación de los Tribunales podía suponer plazos insoportables para todas las partes de la oferta y más bien debería ser evitado<sup>39</sup>. Este texto fue sometido a la votación del Parlamento Europeo y rechazado con 273 votos a favor y 273 votos en contra el 4 de julio de 2001<sup>40</sup>.

#### 3.2.4. El Informe Winter

Tras el rechazo de la segunda Propuesta de Directiva, se constituyó un Grupo de Expertos de Alto Nivel de Derecho de Sociedades para analizar los problemas suscitados en la tramitación de la Directiva de Opas y proponer soluciones a los mismos. En particular, se planteó al Grupo de Expertos si podía crearse un *level playing field* o terreno de juego equilibrado para los

---

<sup>36</sup> DOCE C-378 de 13 de diciembre de 1997, pp. 10 y ss.

<sup>37</sup> DOCE C-23 de 24 de enero de 2001, pp. 1 y ss. Para un apunte sobre la posición común alcanzada, ALONSO UREBA, A., PALÁ LAGUNA, R., “La posición común de la Unión Europea en materia de OPAS (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 3, op. cit., pp. 2498 y ss.

<sup>38</sup> DOCE C-232 de 17 de agosto de 2001, pp. 168 y ss.

<sup>39</sup> COM (2001) 77 final.

<sup>40</sup> DOCE C-65 de 14 de marzo de 2002.



accionistas en la Unión Europea y hasta qué punto debía crearse<sup>41</sup>. El Grupo de Expertos emitiría en 2002 un informe con sus conclusiones, generalmente conocido como el “Informe Winter”<sup>42</sup>.

El Grupo de Expertos analizó la disponibilidad de barreras anti-opa en los distintos Estados miembros<sup>43</sup>, y concluyó que las diferencias entre éstas, así como las particularidades de los Derechos de sociedades nacionales impedían crear una igualdad de oportunidades en materia de opas en la Unión Europea, pues las probabilidades de éxito de una opa podían variar significativamente según la nacionalidad de la sociedad afectada.

Como requisito para conseguir la ansiada igualdad de oportunidades, el Grupo de Expertos definió dos principios fundamentales que debían regir en presencia de una opa: la libre decisión por los accionistas y la proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control (esto es, conferir el control a los accionistas mayoritarios que soportan el riesgo económico del negocio)<sup>44</sup>. El deber de pasividad confirmaba el primer principio, pero no garantizaba el respeto del segundo pues los derechos de control desproporcionados podrían impedir efectivamente el éxito de la opa en contra de la voluntad de la mayoría. Por ello, el Grupo de Expertos propuso que la votación de cualquier medida defensiva por los destinatarios de la opa, ya fueran titulares de acciones o de otros valores, se realizara con arreglo al principio de proporcionalidad, sin tomar en cuenta las restricciones a los derechos de voto o derechos de voto especiales aplicables en condiciones ordinarias.

Además, el Grupo de Expertos consideró que se debía facultar al oferente exitoso para romper los mecanismos y estructuras que le impidieran ejercer el control en proporción a su nueva participación. Esta regla, denominada *breakthrough rule* o regla de neutralización, permitiría al oferente dismantelar cualquier mecanismo de defensa establecido antes o después del lanzamiento de la opa para poder ejercer sus derechos de voto en proporción a su nueva participación, cesar y nombrar a los miembros del órgano de administración que le correspondieran y adaptar los estatutos sociales a su nueva situación de control. Esta regla crearía un terreno de juego equilibrado para los oferentes, pues tendrían las mismas oportunidades de obtener el control en cualquier sociedad cotizada europea con independencia

---

<sup>41</sup> Las otras dos áreas de trabajo identificadas consistían en cómo determinar el precio equitativo de una opa obligatoria y cómo incluir un procedimiento de venta forzosa para los accionistas minoritarios.

<sup>42</sup> Informe Winter, pp. 277 y ss. Para un análisis de la solución planteada por el Grupo de Expertos, *vid* GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea” en AA.VV., *La internalización del Derecho de sociedades*, España: Atelier, 2010, pp. 24 y ss.

<sup>43</sup> Anexo 4 del Informe Winter.

<sup>44</sup> Informe Winter, pp. 278 y ss. Sobre la correlación riesgo-poder y en contra de su quebranto, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid* 8, 2003, pp. 331-360; GARRIDO GARCÍA, J.M., “Una acción, un voto: el principio de proporcionalidad de capital y control en la Unión Europea” en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (coords. Sáenz García de Albizu, J.C., Oleo Banet, F., Martínez Flórez, A.), Navarra: Civitas, 2010, pp. 277-326.

de la amplitud de las medidas anti-opa establecidas al efecto (que variaban considerablemente entre los distintos Estados miembros en función de la permisibilidad de las mismas en cada ordenamiento). A tal efecto, el Grupo de Expertos advirtió la necesidad de hacer públicas las estructuras de capital y de control de las sociedades existentes en cada momento y animó a fijar unas obligaciones de transparencia armonizadas.

Por otra parte, el Grupo de Expertos trató la desigualdad de oportunidades existente entre las sociedades europeas y las estadounidenses, cuyos administradores disponían de gran discreción para levantar medidas anti-opas. El Grupo de Expertos se manifestó en contra de la capacidad del órgano de administración de frustrar una opa, si bien mencionó la posibilidad de que solo se beneficiaran de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control las sociedades cotizadas de la Unión Europea que formularan una opa sobre otra sociedad cotizada de la Unión Europea. En otras palabras, propuso que el deber de pasividad y la *breakthrough rule* no aplicaran en caso de que el oferente fuera ajeno a la Unión Europea o, siendo de la Unión, no fuera cotizado y, por tanto, no estuviera sometido a reglas equivalentes<sup>45</sup>. En definitiva, el Grupo de Expertos introdujo la posibilidad de acogerse a un principio de reciprocidad, aunque en aquel momento todavía no estaba planteado para regir entre dos sociedades cotizadas en los Estados miembros.

Las soluciones propuestas en el Informe Winter suscitaron una fuerte oposición de los Estados miembros, reticentes a adaptar sus ordenamientos nacionales en pos de una apertura de las sociedades y los mercados europeos<sup>46</sup>. En particular recibió fuertes críticas la *breakthrough rule*, entre las que destacan dos: de un lado, se objetó la imposibilidad práctica de establecer normas que permitieran dismantelar cualquier barrera al ejercicio del control y, en cualquier caso, se apuntó que tales normas atentarían contra los derechos atribuidos a los accionistas por sus respectivos ordenamientos nacionales; y, de otro lado, se criticó que la regla no atajaba todas las tácticas defensivas<sup>47</sup>.

### 3.2.5. Tercera Propuesta de Directiva, aprobada

En 2002, la Comisión Europea presentó una tercera Propuesta de Directiva de Opas que acogía en gran medida las recomendaciones del Informe Winter<sup>48</sup>. No obstante, la Comisión rebajó el

---

<sup>45</sup> Informe Winter, p. 313.

<sup>46</sup> La propia Comisión lo apuntó en su tercera Propuesta de Directiva (DOUE C-45 de 25 de febrero de 2003, p. 1).

<sup>47</sup> Al respecto, GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea”, *op. cit.*, pp. 30 y ss.

<sup>48</sup> DOUE C-45 de 25 de febrero de 2003, pp. 1 y ss.

alcance de las soluciones propuestas, renunciando en cierto modo al objetivo de armonización que había inspirado la elaboración de esta norma<sup>49</sup>.

Respecto al deber de pasividad, como en las propuestas anteriores, se incluía la obligación de los Estados miembros de velar por que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada se abstuviera de adoptar medidas que pudieran impedir el éxito de la oferta sin autorización previa de la junta general de accionistas. La Propuesta no definía tales medidas, aunque la Comisión indicó, en la descripción del artículo correspondiente de la Propuesta, que se trataba, en general, de diversas operaciones fuera del curso normal de actividades de una sociedad o no ajustadas a las prácticas habituales en el mercado.

Además, siguiendo la lógica del Informe Winter y con el fin de impulsar la igualdad en el terreno de juego, la Comisión introdujo la *breakthrough rule* respecto de las restricciones a la transmisibilidad de los valores y al ejercicio de los derechos de voto en la sociedad afectada.

La Propuesta fue bien recibida por el Comité Económico y Social Europeo. En su dictamen, estimó que el objetivo final debía ser la eliminación de todos los obstáculos a las ofertas públicas de adquisición transfronterizas en la Unión Europea, la consecución de la igualdad de trato de los accionistas y la supresión gradual de todos los mecanismos de defensa. Como crítica, el Comité destacó la ausencia de reglas para crear un *level playing field* con terceros países<sup>50</sup>. Por su parte, el Parlamento Europeo, siguiendo las instrucciones del Consejo de no reabrir cuestiones que se hubieran acordado ya en la tramitación de la segunda Propuesta de Directiva de Opas, adoptó treinta enmiendas que fueron aceptadas por el Consejo por entenderlas alineadas con las orientaciones generales. Entre ellas, se incorporó la posibilidad de acogerse a la excepción de reciprocidad respecto del deber de pasividad y de la referida regla de ruptura frente a cualquier oferente que no estuviera sujeto a reglas equivalentes (en lugar de limitarlo a los oferentes ajenos a la Unión como sugería el Informe Winter). Tras arduos debates entre los distintos Estados miembros<sup>51</sup>, la Directiva de Opas fue aprobada el 21 de abril de 2004.

### 3.3. Resultado de la Directiva de Opas: fracaso en la armonización normativa

La Directiva de Opas introduce un mosaico regulatorio que ha dado lugar a la configuración de muchos y muy distintos modelos regulatorios europeos en materia de opas<sup>52</sup>. En síntesis, los Estados miembros deben elegir entre aplicar de forma obligatoria u opcional el deber de pasividad y la *breakthrough rule* y conceder o no la facultad de acogerse al principio de

---

<sup>49</sup> Vid SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La armonización disgregante...”, *op. cit.*, p. 5; GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea”, *op. cit.*, p. 24.

<sup>50</sup> DOUE C-208 de 3 de septiembre de 2003, pp. 55 y ss.

<sup>51</sup> BENEYTO, J.M., PUENTE, J., “Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado”, *op. cit.*, pp. 9 y ss.

<sup>52</sup> GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea”, *op. cit.*, pp. 44 y 47.

reciprocidad respecto de una y otra reglas. Existen por tanto dieciséis posibles regímenes entre los que escoger<sup>53</sup>, que se multiplican al entrar en juego la facultad de las sociedades de optar por una determinada regla que haya sido rechazada por el legislador de su Estado miembro<sup>54</sup>.

En 2012, de conformidad con la obligación de examinar la Directiva de Opas cinco años después del vencimiento del plazo para su transposición (20 de mayo de 2006) prevista en el artículo 20 de la misma, la Comisión Europea elaboró un informe acerca de la aplicación de la Directiva de Opas en los distintos Estados miembros<sup>55</sup>. El estudio reveló que diecinueve Estados habían transpuesto el deber de pasividad como un imperativo del órgano de administración, en tanto que solo tres habían transpuesto la *breakthrough rule* con carácter obligatorio. A modo de resumen, el estudio muestra que las opciones elegidas por cada uno de los Estados miembros son las siguientes<sup>56</sup>:

---

<sup>53</sup> GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea”, *op. cit.*, pp. 44 y ss., considera que de estas opciones surgen solo ocho posibles modelos: (i) aplicación obligatoria de la *breakthrough rule* y del deber de pasividad sin posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad; (ii) aplicación obligatoria de la *breakthrough rule* y del deber de pasividad y posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad; (iii) aplicación obligatoria de la *breakthrough rule* y aplicación opcional del deber de pasividad sin posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad; (iv) aplicación obligatoria de la *breakthrough rule*, aplicación opcional del deber de pasividad y posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad; (v) aplicación opcional de la *breakthrough rule* y aplicación obligatoria del deber de pasividad sin posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad; (vi) aplicación opcional de la *breakthrough rule*, aplicación obligatoria del deber de pasividad y posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad; (vii) aplicación opcional de la *breakthrough rule* y del deber de pasividad sin posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad; y (viii) aplicación opcional de la *breakthrough rule* y del deber de pasividad con posibilidad de acogerse al principio de reciprocidad. No obstante, en la medida que la regla de reciprocidad puede aplicarse en relación con la *breakthrough rule*, con el deber de pasividad o con ambos, cada uno de estos ocho modelos puede desdoblarse en dos. Así lo entiende también GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación a la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, p. 616.

<sup>54</sup> Sobre este abanico, *vid* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, pp. 90 y ss.; GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea”, *op. cit.*, pp. 21 y ss. Sobre la ausencia de armonización, *vid* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La armonización disgregante...”, *op. cit.*, pp. 3 y ss.

<sup>55</sup> COM (2012) 347 de 28 de junio de 2012. Al efecto de elaborar este informe, la Comisión encargó un estudio externo al despacho alemán Marccus Partners. Este despacho, en colaboración con el *Centre for European Policy Studies*, examinó la transposición de la Directiva de Opas en veintidós Estados miembros (Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía y Suecia) así como nueve jurisdicciones ajenas a la Unión Europea (Australia, Canadá, China, Estados Unidos, Hong Kong, India, Japón, Rusia y Suiza). No formaron parte del estudio Bulgaria, Eslovenia, Letonia, Lituania ni Malta, ni lógicamente Croacia que fue incorporada a la Unión Europea posteriormente. El informe (MARCCUS PARTNERS, CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES: “The Takeover Bids Directive Assessment Report”, 2012) puede consultarse en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm) [fecha de consulta: 20 de noviembre de 2017].

<sup>56</sup> COM (2012) 347 de 28 de junio de 2012.

- (i) Alemania, Bélgica, Hungría, Luxemburgo, Países Bajos y Polonia transpusieron el deber de pasividad y la *breakthrough rule* con carácter dispositivo y recogieron la posibilidad de acogerse a la regla de reciprocidad respecto de ambas normas.
- (ii) Tan solo Dinamarca transpuso ambas normas con carácter dispositivo y únicamente recogió la regla de reciprocidad para la *breakthrough rule*.
- (iii) Eslovenia, España, Grecia, Italia y Portugal transpusieron el deber de pasividad con carácter imperativo y la *breakthrough rule* con carácter dispositivo, y para ambas previeron la posibilidad de acogerse a la regla de reciprocidad.
- (iv) Chipre el deber de pasividad con carácter imperativo y la *breakthrough rule* con carácter dispositivo y solo para la segunda previó la posibilidad de acogerse a la regla de reciprocidad.
- (v) Austria, Bulgaria, Eslovaquia, Finlandia, Irlanda, Malta, Reino Unido, República Checa, Rumanía y Suecia transpusieron el deber de pasividad con carácter imperativo y la *breakthrough rule* con carácter dispositivo, y en ningún caso recogieron la posibilidad de acogerse a la regla de reciprocidad.
- (vi) Italia transpuso ambas normas con carácter imperativo (la *breakthrough rule*, también parcialmente) y recogió la regla de reciprocidad para ambas.
- (vii) Francia también transpuso ambas normas con carácter imperativo (la *breakthrough rule*, parcialmente), pero solo recogió la regla de reciprocidad para el deber de pasividad.
- (viii) Estonia, Letonia y Lituania transpusieron ambas normas con carácter imperativo y no recogieron la posibilidad de acogerse a la regla de reciprocidad en ningún caso.

No obstante, los Estados miembros que colaboraron en la encuesta sobre percepción de la Directiva de Opas manifestaron que, a pesar de la voluntariedad de las reglas de pasividad y neutralización, existían suficientes posibilidades de neutralizar las medidas de defensa frente a las adquisiciones. A la luz de estas reflexiones y teniendo en cuenta también la falta de datos económicos disponibles que justificasen una modificación de la situación, la Comisión Europea no estimó adecuado en aquel momento —2012— proponer la obligatoriedad de los artículos opcionales de la Directiva<sup>57</sup>.

Aunque el fracaso de la Directiva de Opas en la creación de un marco normativo armonizado es incuestionable, no puede afirmarse lo mismo respecto del objetivo de la Unión Europea de potenciar las operaciones transfronterizas y, en definitiva, crear empresas sólidas capaces de competir en un mundo global. Prueba de ello es el volumen de opas con componente internacional (y, esencialmente, con oferente internacional) formuladas en los últimos años; volumen que destaca tanto por el número de operaciones transfronterizas como por el importe

---

<sup>57</sup> Apartado 26 del Informe de la Comisión Europea.

máximo efectivo de las mismas<sup>58</sup>. A su vez, este tipo de operaciones se ha visto potenciado por la creciente divergencia entre la jurisdicción de origen de las sociedades cotizadas y la jurisdicción de los mercados en los que se solicita la admisión a negociación de las acciones de estas sociedades<sup>59</sup>; y por el aumento de la inversión extranjera directa realizada en el marco de los mercados de valores<sup>60</sup>. No obstante, sigue existiendo recelo por parte de algunos Estados

---

<sup>58</sup> A nivel nacional, puede consultarse una relación de todas las opas formuladas sobre sociedades con acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores españolas en <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=22>. A modo ilustrativo, destacamos entre las opas transnacionales más recientes las opas formuladas por DS Smith plc (británica) sobre Papeles y Cartones de Europa, S.A. y por el grupo Blackstone (estadounidense) sobre Hispania Activos Inmobiliarios, S.A. en 2018, las opas formuladas Atlantia, S.p.A. (italiana) y Hochtief Aktiengesellschaft (alemana) sobre Abertis Infraestructuras, S.A. en 2017, la opa de Aier Eye International (Europe) S.L.U. (vehículo español íntegramente participado por un grupo de Hong Kong) sobre Clínica Baviera, S.A. en 2017, las opas formuladas por distintas entidades del grupo Carso (mexicano) sobre Cementos Valderribas Portland, S.A., Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. y Realía Business, S.A. en 2015 y 2016, la opa formulada por Orange, S.A. (francesa) sobre Jazztel, plc (inglesa) en 2015 y la opa formulada por el grupo Sigma (mexicano) sobre Campofrío Food Group, S.A. en 2014. A nivel europeo, según un estudio elaborado por Mergermarket, ocho de las principales diez operaciones de concentración anunciadas en 2017 por volumen eran operaciones transnacionales: la fusión de Praxair Inc (estadounidense) y Linde AG (alemana), las referidas opas sobre Abertis Infraestructuras, S.A., la adquisición de Actelion Pharmaceuticals Ltd (suiza) por Johnson & Johnson (estadounidense), la fusión entre Essilor International, S.A. (francesa) y Luxottica Group, S.p.A. (italiana), la adquisición de LogiCor Europe Limited (pan-europea) por China Investment Corporation (china) y la adquisición de Worldpay Limited (británica) por Vantiv Inc (estadounidense). El estudio está disponible en [https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/acuris-live/Deal%20Drivers%20EMEA-FY%202017-FINAL\\_LR.pdf](https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/acuris-live/Deal%20Drivers%20EMEA-FY%202017-FINAL_LR.pdf) [fecha de consulta: 11 de marzo de 2018]. En particular, en las jurisdicciones europeas que identificamos como relevantes para este trabajo (Reino Unido, Alemania, Francia y Suecia) también observamos un crecimiento de las operaciones transnacionales. Así, según el *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances*, en Reino Unido, nueve de las diez mayores operaciones de M&A llevadas a cabo por sociedades británicas en las últimas décadas se cerraron con sociedades extranjeras; además, el número de operaciones de M&A con inversión extranjera ha aumentado paulatinamente de 66 en 1985 a 1.383 en 2017 (información disponible en <https://imaa-institute.org/m-and-a-uk-united-kingdom/> [fecha de consulta: 11 de marzo de 2018]). De manera muy similar, en Alemania, ocho de las diez mayores operaciones de M&A llevadas a cabo por sociedades alemanas se cerraron con sociedades extranjeras; además, el número de operaciones de M&A con inversión extranjera en Alemania ha aumentado de 340 en 1991 a 847 en 2017 (información disponible en <https://imaa-institute.org/mergers-acquisitions-germany/> [fecha de consulta: 11 de marzo de 2018]). Según un estudio elaborado por la filial alemana del grupo Deloitte, Estados Unidos ha sido en años consecutivos el principal inversor en Alemania tanto en número de operaciones como en valor de las mismas ([https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/mergers-acquisitions/M&A\\_Yearbook\\_2016-Edition-safe.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/mergers-acquisitions/M&A_Yearbook_2016-Edition-safe.pdf) [fecha de consulta: 14 de marzo de 2018]). En Francia se ha sucedido un buen número de ofertas por grupos extranjeros (vid un listado de las últimas OPAs anunciadas en Francia en <https://www.journaldesopa.com/les-dernieres-operations> [fecha de consulta: 11 de marzo de 2018]). También la actividad de M&A ha aumentado en Suecia en los últimos años según RIESE, B., HÄGG, E., BRANNEMARK, A., “Sweden” en AA.VV., *The Mergers & Acquisitions Review* (ed. Zerdin, M.), 8ª edición, Londres: Law Business Research, 2014, pp. 755 y ss., que destacan que el cuarenta y tres por ciento de las operaciones de M&A formuladas sobre sociedades suecas y reportadas a Mergermarket en 2013 y primera mitad de 2014 eran inversión extranjera.

<sup>59</sup> Al respecto, vid NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., LÓPEZ HERNÁNDEZ, A., “Ofertas públicas de adquisición transnacionales. Autoridad competente y derecho aplicable desde un punto de vista práctico”, *RMV 17*, 2015 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 409/2016) el 11 de marzo de 2018], que tratan los problemas de autoridad competente y ley aplicable derivados de esta situación.

<sup>60</sup> Según el Ministerio de Industria, Economía y Competitividad, la inversión bruta en España a través de sociedades cotizadas (excluyendo las entidades de tenencia de valores extranjeras) aumentó de 405 millones de

miembros frente a la toma de control de “sus” sociedades nacionales por sociedades o grupos extranjeros, que desemboca en la práctica en un escrutinio muy profundo de este tipo de operaciones y en su intento de restricción a través de otras normas nacionales relativas a la inversión extranjera<sup>61</sup>.

### III. FORMULACIÓN DEL DEBER DE PASIVIDAD

#### 1. Cuestión previa: ley aplicable y autoridad competente

La existencia de opas transnacionales plantea una cuestión de Derecho internacional privado: la ley aplicable a cada aspecto de la operación. En la medida en que pueden diferir las jurisdicciones de origen de la sociedad afectada y del oferente, así como la jurisdicción donde cotizan los valores afectados, los artículos 4 de la Directiva de Opas y 1.3 del RD de Opas tratan de determinar qué ley aplicará y qué autoridad supervisará cada aspecto de las opas transfronterizas<sup>62</sup>. Las opciones de ley aplicable son esencialmente dos: aplicar la *lex societatis* (esto es, la del domicilio social de la sociedad afectada) o la *lex mercatus* (la del mercado en que cotizan los valores). Los artículos 4.2.e) de la Directiva de Opas y 1.3.c) del RD de Opas establecen que, en relación con las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda frustrar la oferta, será de aplicación la *lex societatis* y competente la autoridad de dicha jurisdicción. En consecuencia, el deber de pasividad previsto en el RD de Opas será de aplicación, y corresponderá a la CNMV su supervisión, cuando la sociedad afectada sea de nacionalidad española, con independencia del lugar de cotización de sus valores.

---

euros en 2012 a 5.315 millones en 2016 (informe disponible en [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2017/170321\\_cuadros\\_inversion\\_extranjera\\_2016.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2017/170321_cuadros_inversion_extranjera_2016.pdf) [fecha de consulta: 11 de marzo de 2018]). El número de operaciones internacionales naturalmente está ligado a la política de inversiones extranjeras de cada país. Así, en Reino Unido, el elevado número de operaciones concuerda con el mantenimiento de una política de inversiones liberal desde hace más de cuarenta años. En Francia y Alemania, sin embargo, aunque existe por principio libertad de inversión, sus respectivos Gobiernos se han atribuido facultades para supervisar las inversiones estratégicas en sectores clave según, también, el país de origen de las mismas. Sobre la regulación de las inversiones extranjeras en las distintas jurisdicciones europeas, *vid* AA.VV., *The Foreign Investment Regulation Review* (ed. Goldman, C.), 5ª edición, Londres: Law Business Research, 2017, disponible en <https://thelawreviews.co.uk/edition/1001078/the-foreign-investment-regulation-review-edition-5> [fecha de consulta: 30 de julio de 2018].

<sup>61</sup> *Vid infra* “Subsistencia de ciertos recelos en la Unión Europea”.

<sup>62</sup> Sobre la resolución de los conflictos de ley aplicable en la Directiva de Opas y las normas de transposición al Derecho español, *vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 99 y ss.

## 2. El deber de pasividad en la Directiva de Opas

El deber de pasividad está regulado en el artículo 9 de la Directiva de Opas y se configura como una de las dos principales obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada por una opa durante el transcurso de la misma. En particular, el apartado segundo del precepto formula el deber de pasividad como la obligación del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de *“obtener la autorización previa de la junta general de accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada”*.

Se fija además un periodo mínimo de vigencia de esta obligación: aquel que va desde que el órgano de administración de la sociedad afectada conozca la decisión del oferente de presentar una opa hasta la publicación del resultado de la misma o su caducidad, y se concede a los Estados miembros la facultad de adelantar su comienzo.

El tercer apartado del artículo 9 completa el deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad afectada con la obligación de obtener la autorización o confirmación de la junta general de accionistas respecto de las decisiones adoptadas antes del inicio del referido periodo y pendientes de aplicación total o parcial, que no se inscriban en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la opa.

La transposición de esta norma se configuró como opcional, de tal manera que se permitió a cada Estado miembro reservarse el derecho de imponerla o no a través de su ordenamiento jurídico (apartados primero y segundo del artículo 12 de la Directiva de Opas). En caso de que un Estado miembro optara por no imponer esta regla a sus sociedades nacionales (*opt-out*), debería otorgarles la opción reversible de aplicarla (*opt-in*). Además, se permitió a los Estados miembros dispensar a las sociedades de su aplicación en el contexto de una opa formulada por un oferente extranjero no vinculado por una norma semejante en su jurisdicción de origen (artículo 12.3 de la Directiva de Opas).

La Directiva de Opas acompañó el deber de pasividad de una norma también opcional: la regla de neutralización o *breakthrough rule*, que permite dismantelar determinadas medidas anti-opas adoptadas por la sociedad afectada o sus socios con anterioridad a la formulación de la oferta, incluyendo las restricciones estatutarias o contractuales a la transmisibilidad de los valores y al ejercicio de los derechos de voto en la sociedad afectada (artículo 11).

## 3. El deber de pasividad en el ordenamiento español

La Directiva de Opas se transpuso al ordenamiento español mediante la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores (la “**Ley**



6/2007”), que dio nueva redacción al Capítulo V del Título IV de la antigua LMV y mandató al ejecutivo para su desarrollo reglamentario.

Del abanico de opciones y excepciones previsto en la Directiva de Opas en materia de actuación de los administradores, el legislador español optó por aplicar a sus sociedades nacionales la regla de pasividad, como ya venía haciendo desde 1991, y replicó fielmente la formulación comunitaria de este deber en el apartado primero del artículo 60 *bis* de la LMV (actual apartado primero del artículo 134 del TRLMV, que es el reproducido a continuación):

*“[L]os órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 194 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.*

*Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el plazo contemplado en el párrafo anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general de accionistas deberá aprobar o confirmar según lo dispuesto en el artículo 194 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta.”*

Además, el legislador español introdujo en el artículo 60 *ter* de la LMV la *breakthrough rule* con carácter opcional, concediendo a las sociedades españolas la facultad de neutralizar medidas defensivas, esto es, de aprobar mediante acuerdo de la junta general de accionistas:

- “(a) la ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad;*
- (b) la ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60.bis.1 de [la LMV], de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad; y*
- (c) la ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75% del capital que confiera derechos de voto.”*

Posteriormente, el legislador rebajaría el porcentaje de derechos de voto de la letra c) anterior hasta un setenta por ciento y regularía la ineficacia de las restricciones estatutarias al derecho de voto cuando, tras una opa, el oferente hubiera alcanzado un porcentaje igual o

superior al setenta por ciento de los derechos de voto, salvo cuando el oferente, su grupo o quienes actuasen en concierto con él no estuvieran sujetos a normas equivalentes o no las hubieran adoptado<sup>63</sup>.

También se consagró el principio de reciprocidad previsto en el artículo 12.3 de la Directiva de Opas con la finalidad de no crear una desventaja competitiva frente a sociedades extranjeras no sujetas a normas de pasividad equivalentes. Este principio se acogió respecto del deber de pasividad, de manera que los administradores de la sociedad afectada por una opa no estarán sujetos al mismo cuando el oferente sea extranjero y su órgano de administración no esté vinculado por una norma equivalente, y respecto de la regla de neutralización, de forma que la sociedad afectada por una opa podrá dejar de aplicar las medidas de neutralización que hubiera aprobado en caso de que el oferente no haya adoptado medidas equivalentes. La aplicación de este principio está sujeta, en todo caso, al previo acuerdo de la junta general de accionistas de la sociedad afectada.

La transposición de estas normas fue relativamente pacífica en el plano político. Prueba de ello es que entre el primer Proyecto de Ley presentado por el Congreso de los Diputados el 20 de octubre de 2006 y el texto definitivo aprobado por las Cortes el 4 de abril de 2007 tan solo se introdujeron tres modificaciones a los apartados de la antigua LMV relativos al deber de pasividad, las medidas de neutralización y el principio de reciprocidad<sup>64</sup>. En el ámbito

---

<sup>63</sup> Esta reforma fue operada por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, que modificó el artículo 527 de la LSC para introducir también la ineficacia de las cláusulas estatutarias limitativas de los derechos de voto cuando, tras una opa, el oferente hubiera alcanzado un porcentaje igual o superior al setenta por ciento del capital que confiera derechos de voto, salvo que dicho oferente no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado. Esta modificación es en nuestra opinión discutible. Es cierto que la *breakthrough rule* es de aplicación dispositiva por los Estados miembros, pero en nuestra opinión se trata de una facultad binaria: los Estados miembros pueden transponer o no la norma en cuestión, pero no por ello deben entenderse facultados para rebajar la exigencia de las normas que transpongan (lo que multiplicaría las ya numerosas diferencias regulatorias entre cada ordenamiento). Con anterioridad a esta redacción, la LSC había introducido la nulidad de pleno derecho de las cláusulas limitativas de los derechos de voto en las sociedades cotizadas, norma inspirada en el principio de igualdad de trato de los accionistas recogido en la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

<sup>64</sup> Respecto del artículo 60 *bis* de la antigua LMV, las tres modificaciones consistieron en (i) extender el deber de pasividad al órgano de control en caso de sociedades con un sistema de administración dual, a propuesta del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso; (ii) especificar los medios para el anuncio de convocatoria de la junta general que, en su caso, debiera autorizar una actuación del órgano de administración, a propuesta del Grupo Parlamentario de Esquerra Republicana; y (iii) añadir como requisito para aplicar el principio de reciprocidad que el oferente no tuviera su domicilio social en España, a propuesta del Grupo Parlamentario Socialista en el Congreso. Por el contrario, no se aceptó la enmienda presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Senado de restringir las actuaciones prohibidas a aquellas con finalidad de frustrar la opa. Este Grupo consideraba excesivo coartar la gestión social únicamente sobre la base de una potencial repercusión en un proceso dilatado en el tiempo que afecta al curso ordinario del negocio la sociedad afectada. Por ello, propuso mantener la línea del artículo 14 del RD 1197/1991 con un matiz: las actuaciones fuera de la actividad ordinaria de la sociedad no requerirían de autorización de la junta general siempre que se enmarcaran en un proyecto ya en curso. En cuanto al artículo 60 *ter* de la LMV, tampoco se aceptó la enmienda presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Congreso de reducir el porcentaje de derechos de voto alcanzado por el oferente a dos tercios para aplicar determinadas medidas

doctrinal, en cambio, el principio de reciprocidad y de la *breakthrough rule* no fueron tan bien acogidos<sup>65</sup>.

Por otra parte, con la Ley 6/2007 se mandató al Gobierno español para desarrollar la normativa de opas reglamentariamente. El RD de Opas vino a profundizar en la transposición de la Directiva de Opas y en la modificación de la regulación de las opas para garantizar su ejecución en un marco legal completo y con total seguridad jurídica<sup>66</sup>.

Su artículo 28 desarrolla la formulación del deber de pasividad prevista en la Directiva de Opas y reflejada en la LMV y, en particular, concreta su alcance temporal, subjetivo y objetivo, que trataremos con detalle en el capítulo siguiente. Este precepto recoge también el principio de reciprocidad. Las medidas de neutralización, por su parte, están reguladas en el artículo siguiente, si bien no ha sido adaptado a la reforma introducida en 2012 a los artículos 60 *ter* de la LMV y 527 de la LSC.

En esencia, el deber de pasividad constituye tanto en la normativa europea como en la normativa española una limitación de la actuación del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada —como de hecho se titula el artículo 28 del RD de Opas, frente al artículo 9 de la Directiva de Opas rubricado “*Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada*”— al reservar a la junta general de accionistas la competencia sobre determinadas materias que, en otro contexto, el Derecho de sociedades atribuiría al órgano gestor de la sociedad afectada. El normal reparto de competencias entre los distintos órganos societarios se altera pues en presencia de una opa para garantizar que sea el órgano soberano quien decida acerca de la adopción o no de medidas obstaculizadoras de la misma<sup>67</sup>.

El deber de pasividad se configura por tanto como un deber de abstención o una prohibición de injerencia en el transcurso natural de una opa por parte del órgano de administración de la sociedad afectada<sup>68</sup>. Esta regla no debe entenderse como una restricción

---

de neutralización. Esta enmienda pretendía evitar que un tercero con una participación en la sociedad afectada inferior al treinta por ciento (y, por tanto, sin obligación de formular una opa) pudiera impedir al oferente alcanzar el setenta y cinco por ciento y, así, poder aplicar medidas de neutralización. Los documentos que integran el proyecto parlamentario de la Ley 6/2007 están disponibles en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, VIII Legislatura, Congreso, serie A, número 108 (<http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Publicaciones/IndPub>) y Senado, serie II, número 86 (<http://www.senado.es/web/actividadparlamentaria/actualidad/agenda/index.html>) [fecha de consulta: 25 de noviembre de 2017]).

<sup>65</sup> Véase el análisis crítico elaborado, entre otros, por GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, pp. 617 y 657 y ss.; y GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea”, *op. cit.*, pp. 34-35, 38 y ss.

<sup>66</sup> Exposición de Motivos del RD de Opas.

<sup>67</sup> En este sentido se expresan GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, p. 171, y SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 388-389.

<sup>68</sup> GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 132.

ilimitada de las competencias de este órgano. Antes al contrario, la pasividad viene delimitada por el impacto de cada actuación concreta en el éxito de la opa, de manera que solo estarán sujetas a la previa autorización de la junta general de accionistas aquellas actuaciones que efectivamente resulten idóneas para frustrar la opa<sup>69</sup>.

#### 4. El deber de pasividad en otros ordenamientos europeos

Ya hemos mencionado que la transposición de la Directiva de Opas en materia de actuación de administradores fue muy heterogénea debido a las diferencias existentes en los distintos regímenes societarios nacionales y al consiguiente abanico de opciones concedido por la Directiva de Opas en esta materia<sup>70</sup>. A continuación presentamos brevemente el resultado de dicha transposición en cuatro ordenamientos que hemos considerado relevantes: el británico, donde nace el deber de pasividad; el alemán, su tradicional rival en el ámbito societario y precursor del modelo continental imitado en los Estados limítrofes<sup>71</sup>; el francés, situado en un punto intermedio entre ambos; y el sueco, posiblemente de los más liberales de la Unión Europea<sup>72</sup>.

##### 4.1. El deber de pasividad en el ordenamiento británico

La Directiva de Opas fue transpuesta al Derecho británico mediante la sección 28 de la *Companies Act* de 2006, que entró en vigor el 6 de abril de 2007<sup>73</sup>. La transposición de la Directiva de Opas no entrañó modificaciones sustantivas en relación con el deber de pasividad por cuanto éste formaba parte del *City Code* británico desde 1968<sup>74</sup>. La *Companies Act* de 2006 sin embargo le otorgó rango legal al habilitar al *Panel on Takeovers and Mergers* para llevar a efecto la Directiva de Opas, desarrollar las reglas que estimara oportunas en la materia y

---

<sup>69</sup> Entre otros, FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada”, *op. cit.*, pp. 505 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, pp. 638 y ss.

<sup>70</sup> *Vid supra* “Resultado de la Directiva de Opas: fracaso en la armonización normativa”.

<sup>71</sup> Bélgica, Hungría, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia y, en menor medida, Dinamarca.

<sup>72</sup> Sobre los regímenes británico, alemán y francés anteriores a la Directiva de Opas, BERGER, D., “A comparative analysis of takeover regulation in the European Community”, *Law and Contemporary Problems* 55, 1992, pp. 52 y ss.

<sup>73</sup> El plazo para transponer la Directiva de Opas finalizaba el 20 de mayo de 2006. Entre esta fecha y la entrada en vigor de la sección 28 de la *Companies Act* en 2007, se aplicó un régimen transitorio que ya plasmaba las líneas generales de la Directiva de Opas: *The Takeovers Directive (Interim Implementation) Regulations 2006*.

<sup>74</sup> Para un análisis de las restantes modificaciones introducidas en el ordenamiento británico, *vid* PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, B., “La transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 2 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición a la legislación británica”, *RDBB* 106, 2007, pp. 214-233.

sancionar discrecionalmente a los sujetos que contravinieran dichas reglas<sup>75</sup>. En virtud de este mandato, el *Panel* adaptó el contenido del *City Code* a la nueva normativa aplicable<sup>76</sup>.

Como era de esperar, el *Panel* apenas modificó la regulación del deber de pasividad y mantuvo su aplicación obligatoria sin posibilidad de acogerse a la regla de reciprocidad contenida en el menú de la Directiva de Opas<sup>77</sup>. Así, la regla 21 del *City Code* prohíbe a los administradores de una sociedad sobre la cual se haya formulado una opa, o desde antes si tuvieran razones para creer que una opa de buena fe podría lanzarse inminentemente, realizar cualquier acción que pueda frustrar la opa o denegar a los accionistas la oportunidad de decidir sobre la misma sin la previa autorización de la junta general. A renglón seguido, la regla 21 enumera una serie de conductas prohibidas, entre las que se incluye la emisión de acciones o valores convertibles en acciones o que den derecho a suscribir acciones, la adquisición o enajenación de activos materiales, las operaciones de autocartera y la suscripción de contratos fuera del curso ordinario del negocio.

Respecto de la *breakthrough rule*, el legislador británico optó por no aplicar esta regla obligatoriamente, sino por conceder a las sociedades británicas la facultad de desarticular, en presencia de una opa, las restricciones contractuales a la transmisibilidad de sus valores o al ejercicio de los derechos de voto existentes en ese momento. A tal efecto se impuso como requisito que la sociedad en cuestión no previera ninguna restricción estatutaria de esa naturaleza. Tampoco respecto de esta regla se permitió a las sociedades británicas acogerse al principio de reciprocidad<sup>78</sup>.

#### 4.2. El deber de pasividad en el ordenamiento alemán

En Alemania, la transposición de la Directiva de Opas se efectuó mediante una modificación de la Ley de adquisición de valores y ofertas públicas de adquisición de 20 de diciembre de 2001 que entró en vigor el 14 de julio de 2006<sup>79</sup>.

---

<sup>75</sup> Recordamos que, hasta entonces, el *City Code* era una suerte de autorregulación elaborada por el *Panel* que contenía los principios y reglas fundamentales que habían de regir las opas en Gran Bretaña.

<sup>76</sup> *Vid supra* “Origen del deber de pasividad: la *passivity rule* británica”.

<sup>77</sup> De hecho, el Departamento de Comercio e Industria del Gobierno británico sometió a consulta pública la implementación de la Directiva de Opas y, en el documento de consulta, se refirió al derecho de decisión de los accionistas sobre la idoneidad de la opa como un principio fundamental, recordando el apoyo acordado por distintos grupos de interés del Reino Unido al artículo 9 de la Directiva de Opas y a los principios subyacentes durante la tramitación de la norma. En consonancia con ello, anunció la intención del Gobierno británico de imponer las obligaciones recogidas en el citado precepto (“Implementation of the European Directive on Takeover Bids – A Consultative Document”, Londres: DTI, 2005, URN 05/511, disponible en <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20060715205232/http://www.dti.gov.uk/files/file10384.pdf> [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018]).

<sup>78</sup> Secciones 966 a 968 de la *Companies Act* de 2006.

<sup>79</sup> *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (la “**WpÜG**”) (*Federal Law Gazette I* p. 3822), modificada mediante el artículo 1 de la Ley de 8 de julio de 2006 (*Federal Law Gazette I* p. 1426). Sobre las modificaciones

El régimen alemán anterior a la Directiva de Opas imponía a los consejos de administración un deber general de neutralidad que les impedía adoptar medidas defensivas en presencia de una opa. No obstante, esta prohibición era susceptible de dispensa por el órgano de supervisión sin la involucración de los accionistas, salvo que, por el ordinario reparto de competencias entre los órganos de gobierno de las sociedades alemanas, la adopción de la medida en cuestión estuviera reservada a la junta general de accionistas. Además, el régimen alemán exceptuaba de esta prohibición (i) la búsqueda de ofertas competidoras, (ii) las acciones que un gestor prudente y diligente de una sociedad realizaría en circunstancias ordinarias (esto es, sin presencia de una opa)<sup>80</sup>, (iii) las actuaciones autorizadas por el órgano de supervisión y (iv) las medidas defensivas que en circunstancias ordinarias fueran competencia de la junta general pero que ésta hubiera delegado expresamente en el órgano de gestión mediante acuerdo adoptado por una mayoría del setenta y cinco por ciento de los accionistas representados en los dieciocho meses anteriores al anuncio de la opa, y previa ratificación del órgano supervisor antes de su implementación<sup>81</sup>. Esta regulación es coherente con el Derecho de sociedades alemán, que impone a los órganos de administración y de supervisión el deber de actuar en el mejor interés de la sociedad y la obligación, en la búsqueda de tal interés, de considerar a todos los *stakeholders* sin necesidad de anteponer en todo caso los intereses accionariales.

Al transponer la Directiva de Opas, el legislador alemán exprimió el juego de opciones y excepciones concedido en materia de medidas anti-opas, de tal forma que mantuvo la regulación del deber de pasividad descrita, que resultaría de aplicación salvo para las sociedades que voluntariamente decidieran rigidizar sus regímenes societarios internos y aplicar el deber de pasividad y la *breakthrough rule* en los términos de la Directiva de Opas (*opt-in*). Tales decisiones habrían de ser adoptadas en junta general y reflejadas en los estatutos de la sociedad.

Respecto a las sociedades que elijan esta opción y sean objeto de una opa, sus órganos de administración y de supervisión no podrán adoptar medidas capaces de impedir el éxito de una opa con las siguientes excepciones: (i) las medidas autorizadas por la junta general tras el anuncio de la opa, (ii) las actuaciones dentro del curso ordinario del negocio, (iii) las

---

introducidas en la normativa de opas alemana al margen de las cuestiones aquí tratadas, véase el informe elaborado por la Asociación de Bancos Públicos Alemanes (*Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands*) en colaboración con el despacho alemán Hammonds LLP, disponible en <https://www.voeb.de/download/publikation-wertpapiererwerbsgesetz.pdf> [fecha de consulta: 28 de noviembre de 2017]).

<sup>80</sup> Tales actuaciones incluyen la continuación del negocio diario y de las estrategias empresariales ya emprendidas, así como la realización de operaciones extraordinarias que ya se hayan iniciado (CLOIDT-STOTZ, J., “Germany” en AA.VV., *Memento Takeover bids in Europe. The Takeover Directive and its implementation in the Member States* (eds. Maul, S., Muffat-Jeandet, D., Simon, J.), 1ª edición, Friburgo: Editions Francis Lefebvre, 2008, p. 307).

<sup>81</sup> Actualmente recogido en la sección §33 de la WpÜG. Sobre el régimen alemán anterior, BERGER, D., “A comparative analysis of takeover regulation in the European Community”, *op. cit.*, pp. 68 y ss.; KIRCHNER, C., PAINTER, R., “Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform”, *American Journal of Comparative Law* 50, 2002, pp. 463 y ss.

actuaciones fuera del curso ordinario del negocio en ejecución de decisiones adoptadas y parcialmente implementadas con anterioridad al anuncio de la opa y (iv) la búsqueda de ofertas competidoras<sup>82</sup>. Es de destacar no obstante que hasta junio de 2016, al menos, ninguna sociedad cotizada alemana ha optado por aplicar este régimen voluntariamente<sup>83</sup>.

En cuanto a la *breakthrough rule*, las sociedades alemanas podrán invalidar estatutariamente (i) las restricciones a la transmisibilidad de las acciones frente al oferente durante el periodo de aceptación de la opa (excepto aquellas acordadas tras la publicación de la Directiva de Opas); (ii) las restricciones al ejercicio de los derechos de voto y la multiplicidad de derechos de voto de una misma acción (*multiple voting shares*) en las juntas generales a cuya aprobación se someta la adopción de medidas defensivas; y (iii) las restricciones al ejercicio de los derechos de voto, los derechos de nombramiento de consejeros y la multiplicidad de derechos de voto de una misma acción (*multiple voting shares*) en la primera junta general tras la liquidación de una opa exitosa en la que el oferente haya alcanzado al menos el setenta y cinco por ciento de los derechos de voto<sup>84</sup>.

Por último, se prevé la posibilidad de aplicar el régimen general de pasividad o no aplicar la *breakthrough rule* cuando el oferente o su sociedad de control no esté sujeto a normas equivalentes. Tal decisión deberá adoptarse en junta general por mayoría simple, tendrá una validez de dieciocho meses y deberá hacerse pública inmediatamente<sup>85</sup>.

#### 4.3. El deber de pasividad en el ordenamiento francés

La transposición de la Directiva de Opas en el ordenamiento francés se efectuó mediante la Ley 2006-387 de 31 de marzo de 2006 sobre ofertas públicas de adquisición que modificó, entre otros, el Código de Comercio francés<sup>86</sup>, y la Orden de 18 de septiembre de 2006 que modificó el Reglamento General de la *Autorité des Marchés Financiers* (“AMF”)<sup>87</sup>.

Con anterioridad a la publicación de la Directiva de Opas, el legislador francés ya había trasladado a su ordenamiento, de tradición continental, normas en materia de opas de origen anglosajón, incluyendo entre ellas el deber de pasividad. A modo ilustrativo, en la Ley 1989-531 de 2 de agosto de 1989 (la primera ley francesa relativa a las ofertas públicas de

---

<sup>82</sup> Sección §33a de la WpÜG.

<sup>83</sup> AA.VV., “Guide to Public Takeovers in Europe”, edición de 2016-2017 disponible en [http://www.uria.com/documentos/publicaciones/5539/documento/Guide\\_to\\_Public\\_Takeovers\\_in\\_Europe2016-2017.PDF?id=7386](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/5539/documento/Guide_to_Public_Takeovers_in_Europe2016-2017.PDF?id=7386) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018]).

<sup>84</sup> Sección §33b de la WpÜG.

<sup>85</sup> Sección §33c de la WpÜG.

<sup>86</sup> *Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.*

<sup>87</sup> *Arrêté du 18 septembre 2006 portant homologation de modifications du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers.*

adquisición<sup>88</sup>), se estableció el deber de los administradores de velar por los intereses de los accionistas y de mostrar “*especial cautela*” al adoptar determinadas actuaciones como la redistribución de activos o la realización de operaciones corporativas extraordinarias —terminología, recordamos, empleada en las primeras Directrices en materia de opas publicadas en el Reino Unido en 1959 por la *Issuing Houses Association*<sup>89</sup>—.

Desde la transposición de la Directiva de Opas, el régimen francés prohíbe a los órganos de administración y de supervisión de las sociedades afectadas por una opa y a sus directivos realizar cualquier actuación capaz de hacer fracasar la opa, con la excepción de buscar ofertas competidoras, sin la previa autorización de la junta general. Además, se impone la obligación de recabar la autorización de la junta general para ejecutar cualquier actuación previamente acordada y pendiente de implementación total o parcial siempre que esté fuera del curso ordinario del negocio y sea susceptible de hacer fracasar la oferta<sup>90</sup>. El legislador francés incorporó también la posibilidad de acogerse a la excepción de la reciprocidad mediante acuerdo de la junta general adoptado en los dieciocho meses anteriores a la formulación de la opa<sup>91</sup>.

En lo que se refiere a las actuaciones expresamente autorizadas por la junta general, el legislador francés legalizó las *poison pills*, facultando a la junta general de la sociedad afectada por una opa para acordar la emisión de bonos convertibles en acciones en condiciones preferentes y su atribución gratuita a todos aquellos que fueran accionistas de la sociedad en el momento anterior a la finalización del periodo de la opa<sup>92</sup>.

Por otra parte, el legislador francés transpuso parcialmente la *breakthrough rule*, estableciendo (i) la prohibición de oponer las restricciones estatutarias a la transmisibilidad de los valores frente al oferente en el marco de la opa y (ii) la posibilidad de invalidar estatutariamente (a) las cláusulas contractuales posteriores a la publicación de la Directiva de Opas que restrinjan la transmisibilidad de los valores respecto del oferente durante el plazo de aceptación de la opa, (b) las cláusulas contractuales posteriores a la publicación de la Directiva de Opas y las disposiciones estatutarias (sin limitación temporal) que limiten el ejercicio de los derechos de voto en las juntas generales a cuya aprobación se someta la adopción de medidas defensivas y en la primera junta general tras la liquidación de la opa siempre que el oferente haya alcanzado un setenta y cinco por ciento de los derechos de voto y (c) los derechos

---

<sup>88</sup> *Loi n° 1989-531 du 2 août 1989*.

<sup>89</sup> *Vid supra* “Génesis de la Directiva de Opas” y “El deber de pasividad en el ordenamiento británico”. Sobre el régimen francés anterior, BERGER, D., “A comparative analysis of takeover regulation in the European Community”, *op. cit.*, pp. 62 y ss.

<sup>90</sup> Artículo L233-32 del *Code de Commerce*.

<sup>91</sup> Artículo L233-33 del *Code de Commerce*.

<sup>92</sup> Las *poison pills* son planes de acciones en virtud de los cuales se permite a los accionistas suscribir acciones de la sociedad afectada por una opa en condiciones muy favorables con el objetivo de diluir la participación del oferente y dificultar su toma de control.



extraordinarios recogidos estatutariamente en relación con el nombramiento y cese de administradores y directivos en la primera junta general tras la liquidación de la opa siempre que el oferente haya alcanzado un setenta y cinco por ciento de los derechos de voto<sup>93</sup>. Respecto de esta regla en cambio no se recogió el principio de reciprocidad frente a oferentes no sujetos a una norma equivalente.

#### 4.4. El deber de pasividad en el ordenamiento sueco

La Directiva de Opas se transpuso al Derecho sueco mediante la Ley sobre ofertas públicas de adquisición (2006:451), en vigor desde el 1 de julio de 2006<sup>94</sup>. Dicha ley establece un marco regulatorio que ha sido desarrollado por los mercados regulados suecos (NASDAQ OMX Stockholm AB y Nordic Growth Market NGM AB) a través de unas reglas sobre opas publicadas el 1 de julio de 2007<sup>95</sup>. Estas reglas recogen los seis principios generales previstos en el artículo 3.1 de la Directiva de Opas y prevén su aplicación supletoria en los supuestos no expresamente cubiertos en ellas.

La Ley 2006:451 impone a los administradores de la sociedad afectada por una opa un deber de pasividad basado en el deber fiduciario de actuar en interés de los accionistas<sup>96</sup>. Así, los administradores no podrán llevar a cabo ninguna acción capaz de impedir la realización o el éxito de la oferta sin la previa autorización de la junta general, excepto buscar ofertas competidoras. La ley no incluye una enumeración exhaustiva de qué actuaciones deben entenderse prohibidas o permitidas. A este respecto, el supervisor sueco ha interpretado que solo se subsumirán en la prohibición aquellas actuaciones con alcance relativamente amplio e importancia material. Además, ha considerado que, al margen de buscar ofertas competidoras, el órgano de administración puede pronunciarse en contra de la opa en cuestión y publicar información financiera o previsiones nuevas y que no está obligado a promover la opa o facilitar la obtención de autorizaciones regulatorias. De hecho, ha estimado que la búsqueda de ofertas alternativas no es solo un derecho, sino también un deber de los administradores de la sociedad afectada<sup>97</sup>.

El alcance temporal del deber de pasividad en el ordenamiento sueco es más amplio, pues rige desde el momento en que los administradores tienen motivos para creer que se va a

---

<sup>93</sup> Artículos L-233-34 a L233-39 del *Code de Commerce*.

<sup>94</sup> *Lag (2006:451) om offentlig uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*.

<sup>95</sup> Disponibles en <http://business.nasdaq.com/list/Rules-and-Regulations/European-rules/nasdaq-stockholm/index.html> [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

<sup>96</sup> Recogido también expresamente en la regla II.17, en relación con la cual comentan las autoridades de los mercados regulados que las opas están dirigidas a los accionistas y, por ende, corresponde a éstos decidir sobre su aceptación.

<sup>97</sup> Comentario a la regla II.17. Véase también AA.VV., “Guide to Public Takeovers in Europe”, *op. cit.*, pp. 354 y ss.

formular una opa sobre la sociedad, entendiéndose que existen tales motivos cuando se ha recibido información razonablemente específica sobre la potencial opa y el oferente parece disponer de recursos suficientes para financiarla.

En cuanto a la *breakthrough rule*, el legislador sueco optó por no imponer esta norma a sus sociedades nacionales y facultó a las que así lo desearan para neutralizar las restricciones al ejercicio de los derechos de voto y a la transmisibilidad de las acciones previo acuerdo de la junta general, si bien impuso unas reglas de *quorum* y mayoría muy elevadas: concurrencia de, al menos, el noventa por ciento del capital emitido y unanimidad de los accionistas concurrentes.

En definitiva, de los modelos analizados en esta sección, el sueco es indudablemente el que proclama con mayor rotundidad el derecho de los accionistas a decidir sobre la idoneidad de la oferta y la obligación de los administradores de respetar tal derecho, sin admitir excepciones al respecto tales como la regla de reciprocidad.

## 5. Valoración de las distintas formulaciones del deber de pasividad

De las distintas fórmulas empleadas por los Estados miembros para transponer a sus ordenamientos nacionales las normas de conducta de los administradores recogidas en la Directiva de Opas, nos parecen las más correctas aquellas que optan por aplicar obligatoriamente la regla de pasividad a los administradores de sus sociedades nacionales (*opt-in*). El motivo es la tutela que, a nuestro juicio, otorga esta regla al derecho de los accionistas a decidir sobre la idoneidad de la opa. En definitiva, somos partidarios de atribuir esta decisión a los destinatarios de la oferta, en cuanto que propietarios de los valores objeto de la misma y, por ello, soportadores del riesgo del negocio proyectado —la compraventa de los referidos valores— y, en última instancia, del riesgo del negocio empresarial subyacente<sup>98</sup>.

En cuanto a las conductas expresamente prohibidas o permitidas, a pesar de la similitud de las formulaciones de los distintos Estados miembros, que replican en gran medida la redacción del artículo 9 de la Directiva de Opas, destacaríamos la técnica legislativa española y británica de enumeración no exhaustiva de conductas expresamente prohibidas, pues proporcionan una orientación valiosa sobre el alcance objetivo del deber de pasividad y facilitan, a nuestro parecer, su observancia por los destinatarios del mismo. También el supervisor sueco ha proporcionado una interpretación de las conductas prohibidas y, en particular, encontramos muy reveladora su aclaración expresa de la facultad de los administradores de posicionarse en contra de una opa y la ausencia de cualquier obligación de promover o facilitar la misma sin que ello se considere un incumplimiento del deber de pasividad. Por otra parte, nos parece arriesgada la exclusión que prevé el legislador alemán de cualquier conducta subsumible en el curso ordinario del negocio puesto que abre la puerta a los

---

<sup>98</sup> Vid *infra* “Fundamento jurídico del deber de pasividad”.

administradores para realizar actuaciones efectivamente capaces de impedir el éxito de una opa al margen de la voluntad de los destinatarios de la opa (*e.g.*, la obtención de financiación puede formar parte del curso ordinario de cualquier sociedad; no debe confundirse curso ordinario con objeto social o tráfico o giro económico).

Respecto al alcance temporal del deber de pasividad, que trataremos con más detalle más adelante, tanto el periodo mínimo de vigencia como el adelanto de su entrada en vigor al momento de conocimiento incipiente de la opa presentan ventajas e inconvenientes. La mayor ventaja de la primera alternativa es la seguridad jurídica que proporciona en torno a la aplicabilidad o no de la regla y, por ello, nos parece preferible esta opción. No obstante, realizamos esta afirmación desde la perspectiva del régimen jurídico español, conforme a cuyas normas societarias los administradores están sujetos a unos deberes generales de diligencia y lealtad que, *a priori*, garantizan su actuación en pro de los intereses accionariales. El resultado de la correcta observancia de estos deberes generales, veremos, debería ser muy similar al que se obtendría de adelantar la entrada en vigor del deber de pasividad<sup>99</sup>.

Por otra parte, la mayoría de los Estados miembros han optado por no aplicar obligatoriamente la *breakthrough rule* (*opt-out*), sino por dejar su aplicación a juicio de cada una de las sociedades nacionales. En nuestra opinión, en la medida que las restricciones a la transmisibilidad de los valores o al ejercicio del derecho de voto que esta regla pretende neutralizar habrán sido voluntariamente asumidas por todos los titulares de valores afectados (en el caso de restricciones contractuales) o por la mayoría de ellos (en el caso de restricciones estatutarias), corresponde a ellos decidir, en el momento de la oferta, acerca de su continuidad. Su neutralización imperativa, acordada con base en lo que en abstracto representa la circunstancia excepcional de una opa, vulneraría la soberanía de los destinatarios de una opa en concreto, aun cuando estuviera justificada en aras de la promoción de este tipo de operaciones. Estas medidas están precisamente orientadas a dificultar la toma de control de la sociedad por parte de un tercero o, cuando menos, a delimitar las condiciones de salida de los accionistas. Su caída automática precisamente en las situaciones en las que cobran relevancia supondría vaciarlas de contenido. Cuestión distinta es la conveniencia, con carácter general, de romper la proporción entre propiedad y voto.

Por último, el principio de reciprocidad nos parece carente de toda justificación. Nos hemos posicionado a favor de la regla de pasividad por cuanto protege a los destinatarios de la opa. Eliminar tal protección con base en la ausencia de una protección similar para los homólogos de la sociedad oferente —o, en otras palabras, alterar el reparto competencial aplicable en el contexto de una opa con base en el reparto competencial aplicable a la sociedad oferente ante la misma situación— no nos parece defendible ni sensato. La atribución de la decisión sobre la idoneidad de la opa a sus destinatarios se sustenta en el derecho de los titulares

---

<sup>99</sup> Vid *infra* “Opción normativa elegida en España. Ventajas e inconvenientes”.

de valores objeto de la opa a decidir libremente sobre la transmisión de éstos en atención a sus propios intereses. Que predomine un enfoque distinto en la jurisdicción del oferente (*e.g.*, la convicción reinante en otros sistemas de la mejor posición de los administradores para valorar las bondades de una opa) no justifica una alteración de la postura adoptada en la jurisdicción de la sociedad afectada que, *a priori*, se ha considerado la más protectora de los intereses en juego. Además, el principio de reciprocidad no crea a nuestro juicio un *level playing field* entre jurisdicciones sujetas a distintas reglas en materia de opas. En efecto, el deber de pasividad no deja desprotegidas a las sociedades europeas frente a otras sociedades, como las estadounidenses, que no están sometidas a una regla equivalente. Obviando que el punto de partida de esta afirmación (que las sociedades necesitan protegerse frente al lanzamiento de opas) contradice el objetivo de la Directiva de Opas de fomentar este tipo de operaciones, el deber de pasividad garantiza que la decisión respecto de una opa sea tomada por unos determinados sujetos sin interferencia de otros. Ello no obsta para que los primeros puedan rechazar una opa que consideren inadecuada y para que los segundos puedan recomendar una u otra decisión en función de los intereses de los primeros, y todo ello con independencia de las reglas que rigieran en el caso inverso. Se ha advertido que la reciprocidad no refleja sino una escasa convicción sobre la bondad de la regla de pasividad y que su adopción puede acabar desvirtuando la aplicación rigurosa de la obligación de pasividad para reducir diferencias —injustificadas, se sobrentiende— entre oferentes con base en su nacionalidad<sup>100</sup>.

#### IV. SIGNIFICADO Y FUNDAMENTO DEL DEBER DE PASIVIDAD

##### 1. Significado jurídico-societario del deber de pasividad

En el capítulo anterior hemos presentado los aspectos jurídico-societarios que subyacen a los distintos modelos normativos de distribución de roles en la sociedad afectada por una opa y hemos adelantado, a efectos de enmarcar nuestra investigación, que tras el modelo europeo (delimitado a la versión transpuesta en España) yacen dos premisas: (i) la atribución del poder societario a los accionistas y (ii) la equiparación del interés social con el interés de los accionistas, entendido como el interés en la creación, con carácter primordial, de valor sostenible para ellos<sup>101</sup>. Una vez emprendido el estudio del deber de pasividad, es preciso profundizar en dichas cuestiones, aplicándolas en la medida en que resulte necesario al ordenamiento español, hasta llegar a la raíz de esta norma y así garantizar una interpretación de la misma atenta a su espíritu y finalidad.

<sup>100</sup> GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 165.

<sup>101</sup> *Vid supra* “Cuestiones jurídico-societarias subyacentes” y, en particular, “Significado jurídico-societario de los modelos normativos expuestos”.

### 1.1. Deber de pasividad: expresión de la primacía accionarial

La pugna entre las teorías del *shareholder primacy* y del *directors' primacy* salió a relucir con especial intensidad durante la tramitación de la Directiva de Opas, y fue la imposibilidad de alcanzar un acuerdo al respecto lo que derivó en su concepción como una norma de mínimos que concediera gran flexibilidad a cada Estado miembro<sup>102</sup>.

El deber de pasividad es la expresión de la primacía accionarial, entendida como la titularidad del poder societario, en el marco de una opa. La regulación de este deber implica el reconocimiento de que corresponde a los destinatarios de la opa decidir sobre la idoneidad de la misma, y sobre ello se construyen reglas encaminadas a garantizar este derecho. El deber de pasividad persigue pues reunificar propiedad y control ante una situación excepcional cuya trascendencia desaconseja, se considera, dejarla en manos de terceros ajenos al interés en juego. En particular, el deber de pasividad pretende que quienes están llamados a tomar una decisión sobre la opa puedan hacerlo libremente sin intervención de los administradores. La propia Directiva de Opas, en la letra c) de su artículo 3.1, dispone como principio general el deber del órgano de administración de la sociedad afectada de no denegar este derecho a decidir a sus titulares. A tal efecto se exige no solo que los titulares de valores evalúen por sí mismos las bondades de la oferta —decisión que manifestarán, bien aceptándola, bien rechazándola—, sino, especialmente, que no se perturbe o anule tal proceso de decisión mediante una actuación capaz de frustrar la opa efectuada sin el consentimiento de sus destinatarios<sup>103</sup>. Por ello se persigue que los destinatarios de la oferta sean también los únicos que decidan acerca de la adopción o no de medidas capaces de impedir el éxito de la opa<sup>104</sup>. Surge así el derecho de los titulares de valores objeto de la opa a decidir en junta general sobre la eventual obstaculización de la opa<sup>105</sup>. En definitiva, se trata de otorgar a los accionistas el poder de decisión no solamente en el plano contractual, sino también en el plano societario, de manera que ellos definan *ex ante* el posicionamiento negativo o eventualmente perjudicial para la oferta de la sociedad afectada.

---

<sup>102</sup> Vid *supra* “Tramitación de la Directiva de Opas”.

<sup>103</sup> Entre muchos otros, vid GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA”, *RMV* 2, 2008, pp. 101 y ss.; y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Deber de abstención de los administradores y actuaciones a favor de la Ley en las ofertas públicas de adquisición” en AA.VV., *Homenaje al profesor Dr. Gonzalo Rodríguez Mourullo*, Madrid: Civitas, 2005, p. 2171. Precisamente al revés, el modelo societario del *directors' primacy* se viene aduciendo para justificar enfoque estadounidense que sitúa a los administradores de la sociedad afectada como “*gatekeepers*” o defensores de la sociedad frente a ofertas ajenas. Vid BAINBRIDGE, S., “The Geography of Revlon-land”, *op. cit.*, pp. 5-8.

<sup>104</sup> FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada”, *op. cit.*, p. 519.

<sup>105</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, *op. cit.*, p. 360, alberga dudas sobre la conveniencia de adoptar estas decisiones en junta general, pues se doblegaría la voluntad individual de cada destinatario de la oferta a la voluntad de la mayoría formada en junta general.

No obstante, el régimen comunitario no desactiva completamente las facultades del órgano de administración, sino que supedita su actuación a las decisiones de la junta general de accionistas<sup>106</sup>. El normal reparto de competencias entre los distintos órganos societarios se altera en presencia de una opa para garantizar que sea el órgano soberano quien decida acerca de la aprobación o no de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de la misma<sup>107</sup>. Así, parece más acertado referirse a una limitación de la autonomía de los administradores, en lugar de una limitación de su actuación como indican los artículos 134 del TRLMV y 28 del RD de Opas.

## 1.2. Deber de pasividad: expresión de la superioridad del interés accionarial

A la primacía accionarial reconocida en presencia de una opa subyace innegablemente —inevitablemente<sup>108</sup>— la equiparación del interés social con el interés accionarial. Con un matiz: no se trata del interés común de los accionistas, sino del interés común de los titulares de valores objeto de la opa, que no necesariamente han de reunir la condición de accionistas de la sociedad afectada. El interés común de todos ellos es el derecho a decidir sobre la idoneidad de la opa, y por ello se impone la regla de pasividad. Se otorga a cada destinatario de la opa el derecho a valorar el negocio propuesto en atención a sus intereses particulares, en lugar de atribuir esta decisión al órgano de administración en defensa de la propia sociedad<sup>109</sup>.

Algunos autores han defendido que, en presencia de una opa, el interés social o accionarial se torna exclusivamente en la maximización de la plusvalía a obtener por los aceptantes de la oferta, por lo que su rechazo implicaría una renuncia a la consecución del interés social. A nuestro juicio, esta tesis carece de sentido pues una opa no maximiza necesariamente el retorno de los accionistas, máxime en el caso de las ofertas voluntarias cuyo precio mínimo no está regulado (así, en 2015 se formuló en España una oferta con descuento respecto del precio de cotización que desembocó en el lanzamiento de una oferta competidora liquidada exitosamente y el desistimiento de la oferta inicial), o de aquellas respecto de las que se formule una oferta competidora, *ergo* mejor. Huelga decir, además, que la realización de una plusvalía no es la única vía para rentabilizar una inversión, pues pueden realizarse inversiones

---

<sup>106</sup> Vid *infra* “Alcance objetivo del deber de pasividad”.

<sup>107</sup> En este sentido se expresan GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, op. cit., p. 171, y SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., pp. 388-389.

<sup>108</sup> Vid *supra* “Interrelación entre ambas cuestiones”, donde hemos establecido que a la primacía accionarial solo puede preceder la superioridad del interés accionarial.

<sup>109</sup> DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una opa”, *RDBB* 46, 1992, p. 524, afirman que “*las limitaciones impuestas a la actuación del órgano de administración [por el artículo 14 del RD 1197/1991] están guiadas por el principio de prevalencia en virtud del cual el órgano de administración de la sociedad afectada deberá hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios.*”

a medio o largo plazo basadas en la remuneración al accionista<sup>110</sup>. Todo ello al margen de las utilidades no estrictamente económicas que cada sujeto persiga con sus inversiones. En consecuencia, a nuestro modo de ver el interés común de los titulares de valores afectados por una opa consistirá en tener la oportunidad de enajenar sus valores en las mejores condiciones posibles, sin interferencias ni incertidumbres, y en que se respete su decisión al respecto<sup>111</sup>.

Por otra parte, la letra c) del artículo 3.1 de la Directiva de Opas establece como principio general la obligación del órgano de administración de actuar en interés de la sociedad “*en su conjunto*”. Es decir, los administradores de una sociedad afectada por una opa deben tutelar el interés común de los socios en virtud de los deberes generales inherentes a su cargo<sup>112</sup>, el interés de los destinatarios de la opa en virtud del deber de pasividad y el interés de la sociedad en su conjunto en virtud de esta norma. ¿Choca esta norma con la doctrina “contractualista” sobre el interés social? Aunque la Directiva de Opas no proporciona una definición de interés social (misión imposible a nivel europeo debido al enfrentamiento entre los sistemas de origen germano-continental, defensores de la teoría “institucionalista”, y el sistema anglosajón, promotor de la tesis “contractualista”, manifestado durante el proceso de elaboración de la Directiva de Opas y resultante en su configuración como una norma de mínimos<sup>113</sup>), la introducción del inciso “*en su conjunto*” en el artículo 3.1.c) podría leerse como una inclinación por la tesis “institucionalista”. Sin embargo, en nuestra opinión, esta previsión no desvirtúa la jerarquía de intereses establecida por nuestro ordenamiento societario, que fija los intereses accionariales como criterio rector de la gestión social y que es plenamente compatible con la protección de otros intereses por sus correspondientes áreas del Derecho<sup>114</sup>. De hecho, en el Proyecto de RD de Opas elaborado por el Ministerio de Economía y Hacienda y sometido al trámite de audiencia pública el 20 de abril de 2007, se incluía en el proyectado artículo 28 la doble obligación de los administradores de “*hacer prevalecer sobre los suyos propios los intereses de los accionistas y demás titulares de valores y [obrar] en defensa de los*

<sup>110</sup> ALCALÁ DÍAZ, M.A., “El interés social en la sociedad anónima cotizada...”, *op. cit.*, pp. 59 y ss.

<sup>111</sup> Así, también, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, p. 88. DÍAZ MORENO, A., “Adquisición de sociedades cotizadas” en AA.VV., *Adquisiciones de empresas* (dirs. Carrasco Perera, A., Álvarez Arjona, J.M.), 4ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2013, p. 784, establece que “[los accionistas] han de ser los jueces de su propia conveniencia”.

<sup>112</sup> *Vid infra* “Deber de lealtad”.

<sup>113</sup> *Vid supra* “La Directiva de Opas: un intento de aproximación”.

<sup>114</sup> *Vid* VIZCAÍNO GARRIDO, P.L., “El interés social como fin de la actividad gestora de las sociedades en crisis: Acreedores frente a socios”, *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades* 44, 2015, y respecto de la protección del empleo por el Derecho laboral, GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 141. En este sentido se pronunció también el Grupo de Expertos de Alto Nivel de Derecho de Sociedades constituido en 2001 para analizar los problemas suscitados en la tramitación de la Directiva de Opas y proponer soluciones a los mismos. En el Informe Winter, manifestó que “*los accionistas deberían tener la capacidad de decidir por sí mismos y los sujetos relacionados con la sociedad deberán estar protegidos por normas específicas (p. ej. normas sobre relaciones laborales o normas de Derecho medioambiental)*” (p. 280).

*intereses de la sociedad afectada en su conjunto*”<sup>115</sup>. El propio Derecho de sociedades del Reino Unido, indudablemente adscrito a la teoría del accionista, prevé el deber de los administradores de promover el éxito de la sociedad en beneficio de sus miembros “*as a whole*”, teniendo en especial consideración el impacto de sus decisiones en el largo plazo y los intereses de otros grupos como los empleados, los proveedores, los clientes, la comunidad y el medio ambiente (sección 172 de la *Companies Act* de 2006). En este sentido, algunos autores han manifestado que el ordenamiento inglés ha adoptado la teoría del “*enlightened value*”, que predica precisamente la promoción de intereses colaterales al establecer los intereses accionariales como objeto primordial de tutela<sup>116</sup>.

Además, creemos que a través del artículo 3.1.c) de la Directiva de Opas se trató de dar respuesta a la especial preocupación por el empleo mostrada durante la elaboración de la Directiva de Opas. De hecho, la insuficiente protección del empleo se adujo como uno de los tres motivos principales del rechazo de la segunda Propuesta de Directiva por el Parlamento Europeo en julio de 2001. Es evidente que las concentraciones empresariales pueden repercutir negativamente en las plantillas de las sociedades involucradas. Por ello, la Directiva de Opas hizo especial hincapié en la necesidad de tutelar los derechos de los trabajadores, estableciendo como medidas de protección los derechos de los propios trabajadores a recibir información completa y a tiempo sobre la oferta y a pronunciarse públicamente sobre la valoración de la misma<sup>117</sup>.

## 2. Fundamento jurídico del deber de pasividad

A continuación, exponemos los motivos sobre los que se basa la opción por la primacía accionarial y la superioridad del interés accionarial en presencia de una opa desde la perspectiva jurídica. A nuestro juicio, el primero de ellos constituye el auténtico fundamento jurídico de estas dos opciones de política jurídico-societaria, pues es inherente al propio régimen jurídico de la sociedad mercantil. En cambio, el segundo, aunque muy arraigado en nuestra doctrina nacional y comparada, no es inherente ni a la propia sociedad ni a toda sociedad afectada por una opa. Sí se refiere sin embargo a una circunstancia frecuente en el contexto de una oferta, luego creemos que sirve de refuerzo (más que de fundamento) de la bondad de las opciones elegidas.

---

<sup>115</sup> El proyecto está disponible en <http://www.tesoro.es/sites/default/files/leyes/pdf/SLEG3446.pdf> [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

<sup>116</sup> RYDE, A., COX, M., “United Kingdom” en AA.VV., *The Corporate Governance Review* (ed. Calkoen, W.), 7ª edición, Londres: Law Business Research, 2017, p. 451, disponible en <https://thelawreviews.co.uk/edition/1001161/the-corporate-governance-review-edition-8> [fecha de consulta: 30 de julio de 2018].

<sup>117</sup> En esta línea, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., p. 82.



Debe resaltarse que el deber de pasividad se ha configurado como una facultad de control de la actuación de los administradores por los accionistas *ex ante* y *ex lege*. Es decir, se ha considerado necesario imponer la necesaria intervención de los accionistas con carácter previo a la toma de decisión (iniciativa vs. ratificación) a efectos de garantizar una adecuada tutela de sus intereses, en línea con la ordinaria atribución a los accionistas de las decisiones más relevantes de la vida societaria. Asimismo, se ha estimado preciso imponer este mecanismo de prevención con carácter vinculante, en lugar de dejarlo al libre arbitrio de los destinatarios de cada opa una vez anunciada ésta. Lo anterior pone de manifiesto la relevancia jurídica del derecho de los destinatarios a decidir sobre la opa y la peligrosidad de las actuaciones prohibidas por el deber de pasividad contemplada por el legislador.

### **2.1. Tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la opa**

La propia Directiva de Opas expresa en su artículo 3.1.c) que el derecho subjetivo protegido por la regla de pasividad es el de los titulares de valores de decidir libremente sobre la oferta. Siendo así, el bien jurídico protegido ha de ser el interés de aquéllos en tanto que propietarios de los valores objeto de la opa y, por tanto, destinatarios de la misma. Lógicamente no puede tratarse de su interés exclusivamente en su condición de socios, puesto que el derecho a decidir sobre la idoneidad de la opa corresponde a los titulares de acciones, pero también a los titulares de los demás valores a los que, en su caso, se dirija la oferta. Además, una opa podría dirigirse a una determinada clase de acciones y, en este caso, la regla de pasividad no vendría a proteger a los accionistas excluidos del ámbito de la opa.

En esencia, la regla de pasividad pretende proteger la propiedad privada de los destinatarios de una opa. La propiedad conlleva los derechos de gozar y disponer de su objeto sin más limitaciones que las establecidas en la ley (artículo 348 del Código Civil). La propiedad de la sustitución nos lleva a afirmar que la regla de pasividad pretende proteger los derechos de los destinatarios de la opa de gozar y disponer de sus valores. El primero de ellos se refiere a todas las facultades del propietario respecto del objeto mientras conserve tal condición, y el segundo se refiere a sus facultades a la hora de transmitir la propiedad y, por tanto, de perder dicha condición. Analizamos el impacto de la regla de pasividad en cada uno de ellos.

En primer lugar, la opción por la primacía accionarial y la superioridad del interés accionarial es un mecanismo de protección del derecho de los destinatarios de la opa a gozar de sus valores. De entre las distintas facultades que, según doctrina y jurisprudencia, entraña el derecho a gozar de la cosa, nos parece oportuno referirnos a las posibilidades de explotar u obtener utilidad de la cosa sin otras limitaciones que las legales (“utilidad”: “provecho, conveniencia, interés o fruto que se saca de algo” según la Real Academia Española). Estas posibilidades deben ponerse en relación con la concreción de la cosa en un valor negociable, de un lado, y con la institución jurídica de sociedad, de otro. Así, las posibilidades de obtener utilidad económica de los valores son fundamentalmente dos: (i) mediante la participación recurrente en los beneficios de la sociedad que se distribuyan entre los accionistas, en el caso

de valores participativos, o mediante el cobro de un interés, en el caso de valores no participativos, y (ii) mediante el incremento de su valor mientras se tengan en propiedad con vistas a realizar una plusvalía en el momento de su enajenación. En un mercado eficiente, ambas pasan por un adecuado rendimiento de la sociedad (además de, evidentemente, una política de distribución de dividendos adecuada). La segunda requiere, adicionalmente, un adecuado reflejo de dicho rendimiento en el precio de cotización de los valores negociables (de ahí el requisito de eficiencia del mercado). La atribución del poder de decisión societario a los accionistas supone la atribución a este colectivo de la capacidad de decidir la mejor forma de alcanzar el rendimiento esperado. Se les concede el control como mecanismo de proteger su derecho a gozar de la cosa en cuanto que soportadores de todo el riesgo, pues el valor de la cosa —los valores— puede reducirse hasta desaparecer, y en cuanto que titulares del interés tutelado, pues nadie mejor para “dirigir” la tutela que el propio tutelado<sup>118</sup>. En el contexto de una opa, lo anterior se traduce en una norma que garantice que sean solo los accionistas quienes puedan influir en el desenvolvimiento de la opa y, con ello, en la futura estructura de control de la sociedad (estructura asociada a una estrategia específica de la que dependerán las utilidades que los futuros accionistas y obligacionistas —propietarios— puedan obtener de sus valores —cosa—).

En segundo lugar, el deber de pasividad tutela el derecho a disponer de la cosa. Este derecho cobra especial importancia en el caso de los valores admitidos a negociación en un mercado regulado, pues no se admiten restricciones a su libre transmisibilidad (artículo 33.3 del TRLMV)<sup>119</sup>. La inversión en valores cotizados se caracteriza precisamente por la ausencia de una permanencia obligatoria, de manera que los inversores pueden transmitir sus valores libremente cuando lo consideren oportuno, sin perjuicio, claro está, de las restricciones legales o contractuales que resulten aplicables en cada momento. Del mismo modo que los accionistas pueden vender sus acciones cuando exista una oportunidad en el mercado, pueden hacerlo en el contexto de una opa. La articulación de la oferta como una opa no altera la naturaleza del negocio que el oferente propone a cada destinatario de la opa: una compraventa de valores que,

---

<sup>118</sup> La doctrina ha discutido intensamente si la propiedad de las acciones de una sociedad conlleva la propiedad de la propia sociedad. A nuestro juicio la respuesta es necesariamente positiva con base fundamentalmente en el sentido económico de la sociedad y, desde la perspectiva jurídica, en el concepto de acción (parte alícuota del capital social), en el derecho de los socios a participar en el patrimonio resultante de la liquidación y en el derecho de separación, entre otros. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, pp. 82 y ss., considera fructífera la consideración del accionista como una suerte de propietario desde la perspectiva societaria y establece que esta consideración permite engarzar las medidas de tutela del socio en el derecho constitucional de la propiedad privada.

<sup>119</sup> De conformidad con el artículo 9.4 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la LMV, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, se considera que los valores son libremente transmisibles siempre que no existan restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores. El establecimiento de tales restricciones por la vía contractual está permitido porque se presume el libre consentimiento de las partes al suscribir el acuerdo.

como tal, debe poder valorar libremente cada potencial vendedor. Los administradores no pueden hacer, o arriesgarse a hacer, ineficaz este derecho obstaculizando o frustrando la oferta de un tercero dispuesto a adquirir los valores<sup>120</sup>. No nos referimos expresamente al intento de hacerlo ineficaz pues el ámbito objetivo del deber de pasividad no contempla la intención de los actores, sino únicamente la idoneidad de las actuaciones para impedir el éxito de la opa.

En vista de lo anterior, la protección del derecho de goce puede conectarse con la dimensión societaria de una opa por toma de control, mientras que la del derecho de disfrute está más relacionada con la dimensión bursátil de estas operaciones.

Quedaría pendiente otorgar la misma tutela a los titulares de valores distintos de las acciones de la sociedad afectada que, como tales, no tengan derechos propios del socio como los de asistencia, información y voto en las juntas generales. En este sentido, en el Informe Winter ya se señaló esta desigualdad y se propuso otorgar a los titulares de valores que también soportaran el riesgo económico del negocio, pero no tuvieran derecho de voto, la facultad de canjear sus valores por acciones con derecho de voto (p. 297). Igualmente, en el Informe Pennington se propuso someter las actuaciones sujetas al deber de pasividad a la autorización tanto de la junta general de la sociedad afectada como de los titulares de otros valores objeto de la opa (pp. 88-89).

## 2.2. Neutralización de conflictos de interés

Numerosos autores han argumentado que el deber de pasividad nace para tratar los conflictos de interés en los que incurren los administradores de la sociedad afectada ante el lanzamiento (real o potencial) una opa. La premisa es que, ante una opa, pueden emerger intereses particulares de los administradores chocantes con aquellos que han de promover en el ejercicio de sus cargos. El hilo argumental es el siguiente. Un inversor racional persigue como objetivo principal maximizar la rentabilidad de su inversión. Así, ante una oferta de adquisición de valores, su interés se concretará en poder aceptar o rechazar el negocio propuesto según lo considere o no ventajoso. Por contra, dícese, los administradores de la sociedad afectada generalmente podrán desarrollar intereses contrapuestos con el anterior por distintos motivos. Por ejemplo, podrían oponerse a un potencial cambio de control no negociado previamente por temor a ser cesados en el cargo, o al contrario podrían respaldar una opa con cuyo oferente hubieran alcanzado un acuerdo de continuidad. Estos conflictos se conocen como conflictos de interés posicionales. Del mismo modo, se afirma que los administradores podrían responder hostilmente ante un oferente manifiestamente convencido de su capacidad para obtener

---

<sup>120</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, *op. cit.*, pp. 338-339, habla de “*expropiación*” de valores corporativos y personales que otros liquidan en beneficio propio como si siempre hubieran sido suyos.

mayores beneficios que los actuales gestores de la sociedad afectada pues, en definitiva, estaría poniéndose en tela de juicio su capacidad de gestión<sup>121</sup>.

A estos potenciales conflictos de interés, que son propios de los administradores por razón de su cargo, habría que añadir los conflictos propios de los accionistas de la sociedad afectada, ya fueran éstos destinatarios u oferentes en la opa, que se imputarían a los consejeros representantes de dichos accionistas<sup>122</sup>. La imputabilidad de los conflictos de interés del socio al consejero dominical es una cuestión superada doctrinalmente y reconocida expresamente en la legislación societaria actual. En efecto, el artículo 228.e) de la LSC establece que un administrador incurre en situación de conflicto de interés cuando sus intereses, sean por cuenta propia o ajena, puedan entrar en conflicto con el interés social o sus deberes con la sociedad. La dicción literal del precepto abarca la posibilidad de atribuir a un administrador intereses por cuenta ajena y, por tanto, los del socio por él representado. La expresión “*por cuenta de*” sitúa al agente en la esfera de representación del tercero en cuestión y, en definitiva, bajo su influencia a la hora de gestionar los intereses potencialmente divergentes del interés social. En este punto, doctrina y jurisprudencia han debatido acerca de las diferencias entre el administrador con una relación fiduciaria con el socio al que representa y el administrador cuya relación con el referido socio se ciñe a su nombramiento a propuesta de éste. En el primer caso, la imputabilidad de los conflictos de interés del socio al administrador es una cuestión pacífica pues este último está obligado frente a dos entidades cuyos intereses pueden colisionar. En el segundo caso, por el contrario, algunos autores invocan el deber de los administradores de actuar con libertad de criterio e independencia respecto de instrucciones o vinculaciones con terceros (artículo 228.d) de la LSC) para negar la citada imputabilidad. A nuestro juicio, el referido deber de independencia no permite ignorar la especial vinculación entre el consejero dominical y el socio por él representado, que indubitadamente no emite un mandato expreso o jurídicamente vinculante en relación con el ejercicio del cargo de administrador, pero sí deposita su confianza en el administrador y le encomienda la tutela de sus intereses en el seno de la sociedad. La esencia del derecho de representación proporcional consiste precisamente en dar acceso al órgano de administración a los accionistas con participación suficiente en el capital social, para garantizar, en última instancia, el equilibrio entre propiedad y control<sup>123</sup>.

---

<sup>121</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El deber de pasividad de los administradores...”, *op. cit.*, p. 101; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 40-41, 389 y ss.

<sup>122</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *op. cit.*, pp. 275 y ss., afirman que, con carácter general, en el contexto de una operación de compra y venta de empresas, se producen conflictos de interés verticales (entre administradores y socios) y horizontales (entre los distintos socios y, particularmente, entre la mayoría y la minoría).

<sup>123</sup> Así, MATEU DE ROS CEREZO, R., “Principio de igualdad de trato de los accionistas conforme a la ley 3/2009: accionistas significativos, derechos políticos y representación proporcional”, *RMV* 5, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica *laleydigital360* (La Ley 18013/2009) el 1 de febrero de 2018] se refiere a los consejeros dominicales como “*aquellos administradores que acceden al Consejo para desempeñar en el mismo una función especial de representación accionarial de derecho o de hecho*” y defiende que “*la relación íntima entre el*

Subyace tras este derecho la legitimidad de la persecución por los socios de sus intereses particulares en el seno de la sociedad (con los límites derivados de la cláusula del interés social). La figura del consejero dominical se configura como un mecanismo para llevar a efecto tal persecución. Lo anterior impide, a nuestro juicio, desligar los intereses de representante y representado aun cuando la única relación fiduciaria entre ambos se produzca en el seno de la sociedad en cuestión<sup>124</sup>. Además, la imputabilidad del conflicto de interés del socio al administrador también puede defenderse sobre la base del artículo 529 *ter* de la LSC, cuyo apartado 1.h) equipara las operaciones de una sociedad con sus consejeros y las operaciones de aquélla con accionistas significativos, estén o no representados en el consejo. La equiparación se realiza a efectos de establecer una regla competencial en la materia y de imponer a los administradores afectados o representantes de los accionistas afectados una obligación de abstención en la deliberación y votación del acuerdo en cuestión. Del precepto se infiere que, en la mente del legislador, el conflicto entre el interés del socio y el interés social puede afectar a la capacidad de juicio —y, en definitiva, al cumplimiento del deber de lealtad— del consejero dominical<sup>125</sup>.

En definitiva, se presume que ante el lanzamiento de una opa los administradores pueden incurrir en un conflicto de interés, bien propio, bien por su relación con un accionista conflictuado. Esta presunción parece haberse construido como una presunción *iuris et de iure* en el sentido de que se presume, primero, la imposibilidad del órgano de administración de

---

*consejero dominical y el accionista significativo que ha acordado o que ha propuesto el nombramiento de aquél provoca la extensión (contaminación) automática de los conflictos de competencia y de interés, así como de las demás causas de incompatibilidad, que pueden concurrir en el accionista”.*

<sup>124</sup> En este sentido, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, p. 284, afirman que “no podemos desconocer la realidad a que obedece la figura [del consejero dominical], que permite hablar de un mandato de favor o mandato natural, despojado de toda eficacia obligatoria en el plano jurídico [...]. Aun cuando jurídicamente se espera de todos los consejeros que actúen independientemente en función del interés social, «no puede desconocerse que —como decía el Informe Olivencia— la situación de unos y otros, en términos de incentivos, intereses y vínculos, no es equivalente». Es una fórmula elegante de reconocer la realidad del que hemos llamado «mandato natural» y la circunstancia de que los consejeros dominicales de hecho también velarán por los intereses del accionista”.

<sup>125</sup> Otros autores han tratado de justificar la imputabilidad de los conflictos de interés del socio al administrador por la vía del artículo 229.2 de la LSC en conjunción con el artículo 231 del mismo texto legal. El primer precepto equipara los intereses de terceras personas vinculadas al administrador a los intereses del propio administrador, de manera que cualquier colisión de aquéllos con el interés social desencadena una obligación de abstención del administrador en cuestión. El listado de personas vinculadas recogido en el artículo 231 de la LSC no incluye al socio que haya instado el nombramiento del consejero dominical, pero esta sección de la doctrina argumenta que no se trata de un listado exhaustivo sino susceptible de integración por la vía de la analogía. Entre ellos, MEGÍAS LÓPEZ, J., “Una aproximación al deber de independencia en el consejo de administración” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros...*, *op. cit.*, pp. 588, 590 y ss. En contra de esta tesis, entre otros, nosotros mismos y PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, p. 281, pues “supondría un riesgo inasumible en términos de coordinación, expertise, costes de decisión y, en definitiva, de seguridad jurídica”.

evitar la opa y con ella el potencial conflicto de interés, y, segundo y más importante, la incontestable existencia de tal conflicto de interés en caso de opa. Lo primero parece evidente puesto que los administradores de la sociedad afectada no tienen control —con carácter general— ni sobre la decisión de formular la opa ni sobre el acuerdo sobre su continuidad o cesación en caso de cambio de control (al margen de la posibilidad de que estén involucrados en la fase preparatoria), por lo que difícilmente podrán evitar la adopción de cualquiera de ellos y anular así su conflicto de interés. Decimos con carácter general pues debemos considerar al accionista persona física sentado en el consejo que opta por lanzar una opa o al consejero dominical que participa, en sede del accionista al que representa, en la decisión de formulación de la opa. Lo segundo —la incontestable existencia de conflicto de interés en caso de opa— en nuestra opinión es discutible. El tratamiento del órgano de administración como un bloque en lo que a conflictos de interés se refiere carece de sentido, puesto que no es el órgano colegiado, sino cada uno de sus miembros, quien en función de sus circunstancias personales y profesionales puede tener intereses propios, eventualmente contrarios al social. En el caso de una opa, podrán emerger intereses particulares favorables o contrarios a su buen desenvolvimiento en función de la finalidad de la oferta, de la identidad o los planes de los potenciales oferentes, de los acuerdos que puedan alcanzarse con la sociedad afectada, sus accionistas o sus administradores, de la vinculación de cada consejero con la sociedad afectada o de su situación laboral, entre otros muchos posibles motivos. Ahora bien, que los motivos capaces de colocar a un administrador en conflicto de interés sean numerosos no implica que sean generalizables o aplicables a todos los homólogos por igual. La categorización de los consejeros en función de sus vínculos con la propia sociedad, su grupo y sus accionistas refleja precisamente la conveniencia de darles un tratamiento diferenciado en el seno de la sociedad. Así pues, sería admisible presuponer el temor a la cesación en el cargo de los consejeros ejecutivos en el caso de que el oferente fuera un competidor o inversor estratégico con planes de integración. En cambio, este temor no parece tan evidente en consejeros independientes nombrados por sus méritos y capacidades profesionales y a cuyo cargo y desempeño profesional no debiera necesariamente afectar un cambio de control. Tampoco lo será en el caso de que la toma de control no obedezca, desde la perspectiva económica, a fines de concentración. Respecto al tomarse la opa como una ofensa personal, seguramente se daría en el supuesto de una opa manifiestamente disciplinaria, o en consejeros internos que hubieran desarrollado un sentido de pertenencia o identificación con la sociedad opada. No obstante, ni todas las opas responden a la misma finalidad ni todos los consejeros desarrollan la misma vinculación<sup>126</sup>. En

---

<sup>126</sup> Así, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., p. 80, sostiene que en determinadas ocasiones “[el oferente] *está más interesado en ciertos activos sociales o líneas de explotación o guiado por la explotación de sinergias derivadas de los procesos de concentración horizontal como la diversificación de las ramas de producción (y por tanto del riesgo empresarial) o la utilización de economías de escala [...]. Es frecuente entonces en tales casos que los administradores y altos directivos continúen en sus cargos pese a la OPA y que el cambio o reforzamiento de control se efectúe de manera no traumática para ellos*”. En contra SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas

cuanto a los consejeros dominicales, el conflicto de interés no se debería presumir respecto de cualquiera de ellos, pues los accionistas con acceso al consejo podrán tener únicamente el interés común a todos los destinatarios de la opa de maximizar el retorno del negocio vislumbrado y ejercer su derecho a valorar libremente las bondades del mismo. Por lo anterior, consideramos que el conflicto de interés de un determinado consejero o del accionista representado habrá de apreciarse caso por caso tras su conocimiento de la posible opa y no presumirse *ex ante* con independencia de la situación particular del consejero en cuestión<sup>127</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, no puede obviarse la frecuencia con la que, en la práctica, se producen conflictos de interés en el seno de la sociedad afectada. Varios motivos confirman esta teoría. Primero, en la práctica en España, la mayoría de las opas objeto de estudio se han formulado previo acuerdo, negociación o contacto de algún tipo entre el oferente y la sociedad afectada, sus administradores o sus accionistas. Así, desde la transposición de la Directiva de Opas en 2007 hasta diciembre de 2018, se han autorizado sesenta y cuatro opas en España, de las cuales cinco fueron formuladas por la propia sociedad con el objetivo de reducir capital, generar liquidez o adquirir autocartera y veintiuna por la sociedad o algún accionista de referencia para la exclusión de negociación. De las treinta y ocho opas restantes, según la información pública disponible, treinta y una opas habían sido discutidas, negociadas o acordadas (más o menos “amistosamente”) con la sociedad afectada o sus accionistas antes de su lanzamiento. Previsiblemente, las partes que hayan alcanzado algún acuerdo con el oferente se encontrarán en conflicto respecto de la opa. El hecho de que, en muchos de estos casos, los acuerdos sean alcanzados con los titulares del paquete de control (habitualmente sentados o representados en el consejo de administración) o con la propia sociedad afectada a través de sus administradores, avala nuestra teoría. Segundo, es innegable que, en opas formuladas con fines de integración, se produce una racionalización de los recursos humanos que puede afectar también al equipo directivo y al órgano gestor de la sociedad afectada, luego la posibilidad de que se produzca un conflicto de interés posicional en estas circunstancias no es ínfima. Y,

---

defensivas”, *op. cit.*, p. 357, para quien “suponer que quien ve en peligro su puesto de administrador va a proseguir manteniendo “alineados” sus intereses con los de los accionistas carece de realismo”; HOPT, K., “Takeover defenses in Europe: A comparative, theoretical and policy analysis”, *op. cit.*, p. 262; y GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 139, que hablan de un “riesgo, más que probable, de que [la] utilidad individual [de los administradores] distorsione la rectitud de sus decisiones” y, por ello, defienden la conveniencia de establecer el deber de pasividad como *default rule* (norma por defecto).

<sup>127</sup> MEGÍAS LÓPEZ, J., “El deber de independencia en el consejo de administración: Conflictos de interés, dispensa y business judgement rule”, *RdS* 52, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 27 de abril de 2018], define este ejercicio como la valoración de “la probabilidad de influencia sobre la imparcialidad del consejero” y lo califica de análisis imperfecto pues “los motivos psicológicos últimos pertenecen al libre albedrío del consejero”. Ya hemos cuestionado la validez de la presunción de conflictos de interés de cualquier consejero de la sociedad afectada en el trabajo previo RUBIO ROA, M., “Consejeros en conflicto de interés e informe de la sociedad opada” presentado en el V Simposio Internacional CONSINTER / Universidad Complutense de Madrid” celebrado en octubre de 2018 y que se publicará en la Revista Internacional CONSINTER de Direito próximamente.

tercero, en el caso opuesto de opas formuladas como una inversión financiera sin que el oferente aspire a inmiscuirse en la gestión (más allá de sus derechos como socio), no sería infrecuente que se tratara de una inversión en el equipo gestor actual y que, como tal, fuera acompañada de un acuerdo de continuidad en sus cargos. El conflicto de interés en este caso sería el opuesto, pero tendría la misma naturaleza.

Por todo lo anterior, consideramos que la presunción de existencia de conflictos de interés no es suficiente para justificar la conveniencia de la primacía accionarial en presencia de una opa, pero sí refuerza su conveniencia. En cualquier caso, conflicto de interés o no, el deber de pasividad impide la intromisión de los administradores en un negocio que, por naturaleza, debe llevarse a cabo entre comprador y vendedores<sup>128</sup>.

### 3. Función económica del deber de pasividad

La consagración del deber de pasividad se fundamenta también en criterios de política económica que exceden del puro ámbito jurídico-societario y que son reflejo de una valoración positiva de las opas en relación con los intereses de la sociedad opada, sus accionistas y el conjunto del mercado<sup>129</sup>. Exponemos a continuación los principales motivos económicos que a nuestro juicio justifican la construcción de la normativa de opas en torno al derecho a decidir de los destinatarios de la opa. Todos ellos pueden ponerse en relación con la función económica de la figura de la opa que hemos presentado en el primer capítulo<sup>130</sup>.

#### 3.1. Atracción de inversión y fomento del crecimiento empresarial

La elaboración de la Directiva de Opas se encuadra en el proyecto de integración de los mercados europeos como elemento para la plena realización de un mercado común basado en la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales<sup>131</sup>. Resultaba imprescindible establecer un marco normativo aplicable a las opas en el ámbito de la Unión Europea para favorecer el buen funcionamiento del mercado interior, ya que la diferencia de planteamientos

---

<sup>128</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, op. cit., pp. 66-67.

<sup>129</sup> Con matices, como afirma GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., pp. 158 y ss., pues la posibilidad de dispensar el deber de pasividad mediante acuerdo de la junta general excluye una valoración absolutamente negativa de las medidas defensivas y, por tanto, una valoración absolutamente positiva de las opas. Sobre la función económica de la opa, vid SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., pp. 31 y ss. Sobre el mercado de control y el encuadre de las opas en él, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, op. cit., pp. 25 y ss. GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, op. cit., pp. 136-137, defienden la imperatividad del deber de pasividad por tratarse de una norma de doble dimensión, privada y pública, que en su vertiente pública trasciende la relación *inter partes* y afecta a la eficiencia del mercado del control societario.

<sup>130</sup> Vid *supra* “Función económica de las opas”.

<sup>131</sup> Vid *supra* “Génesis de la Directiva de Opas”.



acerca de la regulación de estas operaciones y de los derechos de las partes (ya fueran oferentes o destinatarios de la oferta) estaba obstaculizando la inversión en sociedades europeas.

En este contexto favorable, teóricamente, a la inversión extranjera y a la integración de los mercados de valores, el deber de pasividad se planteó como elemento dinamizador de la primera y necesario para la consecución de la segunda —inicialmente, se esperaba que tuviera carácter imperativo—. En esencia, se trataba de dotar de seguridad jurídica a los inversores en toda la Unión Europea y de garantizar que las posibilidades de los destinatarios de la opa de obtener una prima de control, o en general de realizar un negocio ventajoso con sus valores, y las de los oferentes de alcanzar el control de la sociedad afectada, no dependieran de los gestores de la sociedad ni de las facultades a ellos concedidas por los ordenamientos nacionales<sup>132</sup>. En esta línea se apuntó que los mercados de valores y la capacidad de financiación de la industria de la Unión Europea solo terminarían de desarrollarse cuando se aceptara que la decisión final en presencia de una opa corresponde a sus destinatarios<sup>133</sup>.

Además, como resultado de la globalización económica, las concentraciones empresariales se estaban multiplicando y originando grandes multinacionales que representaban una fuerte competencia para las empresas europeas. La liberalización del mercado de control fomentaría las concentraciones en el seno de la Unión Europea y permitiría crear empresas sólidas capaces de hacer frente a la competencia internacional y de fortalecer la economía europea. También el propio acto de concentración empresarial podría crear valor mediante la explotación de sinergias o el crecimiento del negocio, al margen del impacto en el órgano gestor de las sociedades involucradas<sup>134</sup>.

Como era de esperar, la doctrina no es unánime y se ha sostenido la teoría exactamente contraria en defensa de la facultad de los administradores de frustrar una opa. Entre otros argumentos, se ha afirmado que las opas no son un instrumento de creación de riqueza, que sirven únicamente para transferirla de unos accionistas a otros, que se trata de operaciones de suma cero en las que la ganancia recibida de unos supone una pérdida para otros, que las operaciones de concentración afectan negativamente a otros grupos de interés de las empresas integradas (particularmente, los empleados) y, más ampliamente, a la libre competencia de los mercados. En esta línea parece de hecho que avanza nuestro Derecho de la competencia actual.

---

<sup>132</sup> Recordamos que las Directrices elaboradas en 1959 por la *Issuing Houses Association* en las que se reconoció por primera vez el deber de pasividad de los administradores en aras del interés de los socios se elaboraron en respuesta a una oleada de opas hostiles frustradas a causa de la reacción de los consejos de administración de las correspondientes sociedades afectadas. *Vid supra* “Origen del deber de pasividad: la *passivity rule* británica”.

<sup>133</sup> Informe Winter, p. 288. EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *op. cit.*, pp. 1168-1169.

<sup>134</sup> GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, p. 88.

Nuestra opinión es que no cabe emitir una opinión universalmente válida sobre la definición o no de las opas como fuente de riqueza, debido a la heterogeneidad de sus características, de sus motivos, de sus partes y de sus circunstancias. No obstante, ya hemos afirmado que, a nuestra parecer, las operaciones de concentración sí reúnen la capacidad objetiva de generar efectos positivos para distintos grupos de interés y éstos pueden absorber potenciales efectos negativos<sup>135</sup>. En otras palabras, sí creemos en la capacidad de las opas de generar valor en términos agregados y por ello consideramos oportuno limitar los obstáculos a su lanzamiento (lo cual no supone aceptar o no actuar ante una oferta que no se considera beneficiosa para la sociedad afectada o sus accionistas). A estos efectos, y en consonancia con la opción por la primacía accionarial y la superioridad del interés accionarial, encontramos adecuado liberalizar el mercado de control y atribuir toda decisión a los destinatarios de las ofertas que en él se formulen.

### 3.2. Mejora de la gestión de las sociedades “opables”

Se ha argumentado que la dinamización del mercado de control redundaría en beneficio de la sociedad en la medida que las opas —o el temor a las mismas— contribuyen a disciplinar a los administradores y mejorar su gestión social y, en definitiva, a incrementar la creación de valor de la que se beneficiarán los inversores y la sociedad su conjunto<sup>136</sup>. Desde esta perspectiva, la prima de control representa el exceso de valor que el oferente cree poder extraer de la sociedad al optimizar su gestión, los oferentes son monitores de la gestión de las sociedades “opables” y el lanzamiento de una opa es una vía de rendición de cuentas de los administradores de la sociedad. El deber de pasividad mejora la eficacia de esta herramienta de control al reducir su coste y aumentar su uso.

A nuestro juicio, la mera cotización de los valores de una sociedad en un mercado —eficiente— sirve como instrumento de disciplina de sus administradores, pues las operaciones sobre los valores y las consiguientes fluctuaciones en su precio ponen de manifiesto, permanente y públicamente, las expectativas de rendimiento de los inversores en cada momento. Naturalmente, estas fluctuaciones (o estas expectativas de rendimiento) dependen de multitud de factores, muchos de los cuales pueden ser totalmente ajenos a los

---

<sup>135</sup> Vid *supra* “Función económica de las opas”.

<sup>136</sup> GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 134; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, p. 26-27; RECALDE CASTELLS, A., “Régimen jurídico de las Opas: concepto, función económica y principios de ordenación”, *op. cit.*, pp. 30-34. También hay doctrina de signo contrario que entiende que los cambios de control y las concentraciones empresariales se producen a costa del empleo de las sociedades afectadas y se considera que los administradores que se enfrentan a la opa están alineándose con los trabajadores de la sociedad. Sobre la función disciplinar de las opas, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El control del poder societario...”, *op. cit.*, pp. 665-689; LEL, U., MILLER, D., “Does takeover activity cause managerial discipline? Evidence from international M&A laws”, *op. cit.*, pp. 1588 y ss.; MANNE, H., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *op. cit.*, pp. 110 y ss.; e EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *op. cit.*, pp. 1168 y ss.

gestores de la sociedad. No obstante, la percepción de los inversores sobre la capacidad de los administradores de generar valor también es, o debería ser, uno de dichos factores. La evolución de la cotización de los valores es por tanto una incuestionable herramienta para monitorizar la (in)eficiencia de los gestores<sup>137</sup>. De hecho, es por ello que surge la crítica al enfoque cortoplacista de los gestores que tratan de satisfacer las necesidades inmediatas de los inversores y hacen depender sus decisiones estratégicas de su impacto inmediato en la cotización de los valores, crítica que nos ha llevado a la teoría de la creación de valor sostenible para los accionistas<sup>138</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, no debe obviarse que el lanzamiento de una opa exclusivamente por la convicción del oferente de su capacidad de gestionar con mayor eficiencia la sociedad afectada (esto es, sin considerar otros factores como la posibilidad de obtener sinergias, a fin de aislar la función disciplinaria de una opa) se producirá, habitualmente, cuando la ineficiencia de los gestores o el potencial de mejora del rendimiento de la sociedad sean notorios. En otras palabras, aunque la sanción por ineficiencia puede ser muy severa (lanzamiento de una opa y posterior cese de los gestores), esta sanción se reserva para “infracciones” graves o muy graves. Tampoco debe obviarse que no todas las opas responden a los mismos motivos empresariales, que en muchas de ellas el valor se espera obtener de otras fuentes como la integración de dos sociedades o la puesta en valor de la estrategia de los gestores actuales, y que la cesación de los gestores de una sociedad tras un cambio de control no pretende necesariamente penalizar una mala gestión previa. Por todo ello, la función de las opas como elemento de rendición de cuentas nos parece real, pero limitada a los casos más graves de ineficiencia empresarial<sup>139</sup>. En vista de lo anterior, consideramos que la liberalización del mercado de control como herramienta para promover la eficiencia de la

---

<sup>137</sup> COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance”, *op. cit.*, pp. 1193 y ss., analiza las dos variables que en criminología se emplean para medir el efecto disuasorio de la sanción: (i) la probabilidad de detección de la infracción y (ii) la severidad de la sanción. En el caso de la gestión de una sociedad cotizada, la probabilidad de detección de una gestión ineficiente es mayor porque la evolución de la cotización es pública y las obligaciones de información de la sociedad son elevadas. SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *op. cit.*, p. 27, apunta que “[l]a venta de acciones en el mercado puede mejorar el gobierno de la sociedad al permitir reflejar las actuaciones y políticas de los administradores en el valor de la acción” y que “[e]l posible castigo al administrador *ex post* le espolea a aumentar el valor *ex ante*.”

<sup>138</sup> *Vid supra* “La noción de interés social: de las teorías “contractualista” e “institucionalista” a la creación de valor sostenible”.

<sup>139</sup> COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance”, *op. cit.*, p. 1153, considera que la capacidad disciplinaria de las opas está sobrevalorada, pues cree que solo sirve para contrarrestar fallos “masivos” de gestión y que una promoción indiscriminada de la misma puede generar grandes deseconomías para el mercado. A los motivos expuestos por nosotros, Coffee añade que la permanente amenaza de una opa puede generar resignación, más que motivación, o incluso puede incentivar la extracción de cuantos beneficios propios sea posible antes de que se materialice la amenaza (p. 1213). Estos motivos, aunque posibles, nos parecen contrarios a los deberes de diligencia y de lealtad de los administradores y, por tanto, preferimos omitirlos como elementos de apoyo de nuestra tesis.

gestión de las sociedades “opables” *ex ante* y para evitar respuestas hostiles a opas disciplinarias *ex post* no es tan eficaz en la práctica como se pretende en la literatura.

### 3.3. Incremento de la eficiencia de los mercados de valores

El deber de pasividad también se ha categorizado como un instrumento para mejorar la eficiencia de los mercados de valores. Se ha defendido que, cuanto más abiertas sean las sociedades y menos impedimentos existan a los cambios de control (como sería la eventual actuación obstaculizadora por parte del órgano gestor), más eficiente será el mercado de valores en cuestión<sup>140</sup>. Particularmente, la posibilidad de formular ofertas competidoras y la obligación de los administradores de la sociedad afectada de actuar con neutralidad respecto de los distintos oferentes contribuirían a optimizar el precio de los valores objeto de la opa.

Los detractores de esta teoría señalan que, ante la superioridad informacional de los gestores de la sociedad afectada frente al resto del mercado en general y a los potenciales oferentes en particular, la promoción de operaciones de control no necesariamente contribuye a la correcta formación de precios en un mercado. Añaden también, a nuestro juicio oportunamente, que el precio de una opa no necesariamente refleja el valor intrínseco de la sociedad afectada, pues podrá estar afectado por otros factores como el valor que se espera obtener de las sinergias proyectadas y, en todo caso, mostrará la percepción de un único inversor (el oferente) mientras que el precio de cotización anterior a la opa sí traducía la opinión del mercado en su conjunto sobre el valor, ahora sí, intrínseco de la sociedad afectada. Otros advierten que la eficiencia de los mercados de valores no es un correcto medidor de la eficiencia de la economía en general porque no representa los intereses de los colectivos que no participan en él (*e.g.*, los empleados) y apuntan que, ante esta situación, conviene facultar a un agente para intervenir en favor de dichos colectivos (*i.e.*, los administradores) en línea con la teoría “institucionalista” sobre el concepto de interés social (teoría que, como hemos explicado al comienzo de nuestro trabajo, no compartimos)<sup>141</sup>.

---

<sup>140</sup> En este sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, pp. 21 y ss. EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *op. cit.*, pp. 1176 y ss., defendieron (aunque posteriormente matizarían) que la obstaculización de una opa por los administradores de la afectada supone una externalización negativa que aumenta el coste de la operación y, por tanto, reduce su probabilidad en detrimento de los destinatarios de la opa. Argumentaron también que el incremento del coste de una opa solo supone una transferencia de valor de los accionistas del oferente a los accionistas de la afectada, sin que entrañe ninguna generación de valor agregado para el conjunto de ellos y, por tanto, para el conjunto de la sociedad. COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance”, *op. cit.*, pp. 1217-1218, rebate esta propuesta por considerarla contraria a los deberes fiduciarios de los administradores (deberes que existen para con los accionistas de la sociedad afectada, no para el conjunto de la sociedad).

<sup>141</sup> Entre otros, COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance”, *op. cit.*, pp. 1230 y ss.

Por último, algunos autores defienden que la intervención de los administradores mediante la creación de una subasta (*i.e.*, mediante la búsqueda de otras ofertas o el intento de mejorar la oferta actual) optimiza el precio de la opa y, por tanto, la eficiencia del mercado de control. Se considera que esta actuación solo redundaría en beneficio de los destinatarios de la opa. A nuestro juicio, la experiencia avala esta teoría. Precisamente por ello en el ordenamiento europeo se ha exceptuado del deber de pasividad la búsqueda de otras ofertas, y en Estados Unidos se ha impuesto a los administradores la obligación de ejercer de *auctioneers* ante la inevitable venta de la sociedad<sup>142</sup>. Sin perjuicio de ello, la actuación de los administradores no carece de límites y la dinámica de la subasta no puede traducirse en el intento por los administradores de frustrar ofertas que consideran insuficientes o mejorables.

### 3.4. Subsistencia de ciertos recelos en la Unión Europea

Sin perjuicio de los beneficios que desde la perspectiva económica sustentan la adopción del deber de pasividad en la Directiva de Opas, el intento de plasmar en el ámbito de las concentraciones empresariales el espíritu integrador y aperturista propio del proyecto de la Unión Europea se topó y sigue topándose con un fuerte proteccionismo por parte de los Estados miembros. Muchos Estados se han mostrado reticentes a ceder el control de “sus” sociedades nacionales invocando el miedo al impacto de tal cesión en la economía nacional y, particularmente, en el empleo, en la ubicación de los centros de producción y dirección e, indirectamente, en el lugar de tributación<sup>143</sup>. Como resultado, no pocas opas transfronterizas han sufrido la presión de los gobiernos de las jurisdicciones involucradas, sin perjuicio de la voluntad de sus accionistas y pese a la opinión favorable de la propia sociedad afectada<sup>144</sup>. Estas

<sup>142</sup> Vid *infra* “La búsqueda de otras ofertas” y *supra* “El modelo estadounidense”.

<sup>143</sup> Al respecto afirma el profesor Sánchez-Calero Guilarte que “[l]a historia europea reciente es un ejemplo triste de intervención política descarada en operaciones empresariales. Unos Gobiernos lo hacen de manera más elegante y discreta, mientras que otros optan por una negación rotunda de la libertad de empresa, a partir de la invocación demagógica de los intereses generales o nacionales, en términos tan viscerales como escasamente convincentes, sobre todo si se proyectan sobre los principios esenciales de la ordenación económica europea, que no se olvide que son el pilar fundamental de la regulación vigente de las OPAs en el conjunto de la UE” (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El misterio de las OPAs: realidad, doctrina y regulación” en AA.VV., *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo* (coords. González Castilla, F., Marimón Durá, R., Ruiz Peris, J.I.), Valencia: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia, 2010, disponible en [http://eprints.ucm.es/11975/2/El\\_misterio\\_de\\_las\\_Opas.pdf](http://eprints.ucm.es/11975/2/El_misterio_de_las_Opas.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018]).

<sup>144</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, p. 17. El caso paradigmático en España es el de la opa sobre Endesa, S.A. lanzada por una filial de la energética alemana E.ON AG. en el año 2006 como oferta competidora a la opa lanzada previamente por Gas Natural SDG, S.A. Probablemente anticipando la reacción del Gobierno español, nada más anunciar la opa E.ON expresó (i) su convicción de que la combinación E.ON – Endesa contribuiría a la creación de un mercado energético europeo integrado y, en última instancia, a la consecución del Mercado Único ansiado por la Unión Europea; (ii) su intención de que Endesa permaneciera intacta, conservando su proyecto industrial en España, su plantilla y disponiendo de autonomía para gestionar el negocio en el sur de Europa y Latinoamérica; y (iii) su creencia de que la operación generaría valor para los accionistas, para los consumidores españoles y europeos y para los empleados de Endesa (las declaraciones del consejero delegado de E.ON se publicaron como hecho relevante

---

número 64.216 el 21 de febrero de 2006). La respuesta del Gobierno español a la opa de la alemana no fue otra que modificar, por el procedimiento de urgencia, las competencias de la Comisión Nacional de Energía para someter a su aprobación la referida opa (Real Decreto-Ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía). Según la Exposición de Motivos, esta norma respondía al doble objetivo de permitir el examen de cualquier adquisición de control que afectase a intereses generales de la política energética española y, en particular, a la seguridad pública —en otras palabras, permitir la intervención del Gobierno en la decisión de dejar el sector energético español en manos extranjeras— y de someter estas adquisiciones al mismo examen con independencia de la identidad del comprador —esto es, someter la opa de E.ON al mismo proceso regulatorio al que se sometió la opa de Gas Natural por tratarse de una sociedad con actividades reguladas y que resultó en la autorización de la concentración sujeta a veinte condiciones (hecho relevante número 63.835 de 3 de febrero de 2006)—. Como consecuencia, la opa de E.ON quedó sometida a la autorización de la Comisión Nacional de Energía, que aprobó la operación con diecinueve condiciones (hecho relevante número 69.171 de 28 de julio de 2006). El Real Decreto-Ley fue convalidado por el Congreso de los Diputados con la única oposición del Partido Popular, que además presentó un recurso de inconstitucionalidad ante el Tribunal Constitucional. Por su parte, la Comisión Europea declaró que las condiciones impuestas no se ajustaban a las leyes europeas e inició un procedimiento administrativo instando a España no solo a retirar las citadas condiciones, sino a ajustar el Real Decreto-Ley 4/2006 a la regulación comunitaria. Ante la negativa del Gobierno español, la Comisión interpuso un recurso por incumplimiento contra España ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Finalmente, el Tribunal declaró ilegal el Real Decreto-Ley 4/2006 por entender que vulneraba la libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento sin que una restricción de las mismas, articulada como un régimen de autorización *ex ante*, estuviera justificada por motivos de seguridad general y, como adujo el Gobierno de España, por el objetivo de garantizar la seguridad del suministro energético (Sentencia de la Sala Tercera del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 17 de julio de 2008 (La Ley 92654/2008)). Además, la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, accionista de Endesa, acordó no acudir a la opa formulada por E.ON (hecho relevante número 78.593 de 28 de marzo de 2007). La opa de E.ON fue aceptada por tan solo el 6,01% del capital de Endesa y, fruto de los acuerdos alcanzados por E.ON con Acciona, S.A. y la italiana Enel, S.p.A., entonces accionistas significativos de Endesa, Acciona y Enel lanzaron una opa conjunta sobre Endesa (los términos de los acuerdos se publicaron como hechos relevantes de 26 de marzo y 2 de abril de 2007). La Comisión Nacional de Energía autorizó esta opa con doce condiciones que evidenciaban su escepticismo ante la nacionalidad no española de Enel. En particular, se incluían las obligaciones de la italiana de informar anualmente a la Comisión de su estrategia corporativa a corto, medio y largo plazo en aspectos que afectasen al interés general o a la seguridad pública españoles y comunicar a la Comisión, tras cada junta general o consejo de administración de Endesa, de los asuntos tratados, los acuerdos adoptados y el sentido y motivación del voto emitido por Enel en los puntos que afectasen al interés general o a la seguridad pública españoles, en ambos casos en tanto que el acceso al capital social de la italiana estuviera restringido y el Gobierno italiano mantuviera sus poderes de intervención en Enel o la posibilidad de ejercer el control efectivo de su gestión por cualquier otro medio (hecho relevante número 81.913 de 4 de julio de 2007). Acciona y Enel recurrieron estas condiciones, que finalmente fueron retiradas por el Ministerio de Industria. Otro caso relevante en España se produjo en 2017 en relación con las opas formuladas sobre Abertis Infraestructuras, S.A por la italiana Atlantia, S.p.A. y, posteriormente, por Hochtief Aktiengesellschaft, filial alemana del grupo ACS. Parte del Gobierno español de nuevo reclamó su derecho de veto sobre ambas ofertas arguyendo la preceptiva autorización del ejecutivo español para la transmisión de los negocios de autopistas y energía. Esta reacción se percibió como un contraataque al Gobierno italiano, que en 2006 había recurrido al supervisor de la concesión de autopistas en Italia para bloquear la toma de control de Autostrade (hoy Atlantia) por Abertis. Pese a ello, se acabó “autorizando” la opa (en sentido figurado, naturalmente; ambas ofertas fueron autorizadas, en sentido estricto, por la CNMV). En el panorama comparado, destaca el creciente proteccionismo francés. En 2014, se publicó un decreto relativo a las inversiones extranjeras sujetas a autorización previa (*Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable*) que modificó, entre otros, el código monetario y financiero francés (*Code Monétaire et Financier*) para incluir entre las inversiones extranjeras sujetas a la autorización previa del Ministro de Economía francés, aquellas inversiones extranjeras que desarrollen actividades esenciales para garantizar los intereses franceses en materia de orden público, seguridad pública o defensa nacional y, concretamente, en actividades esenciales para garantizar la integridad, seguridad y continuidad del aprovisionamiento de energía, agua, transporte, telecomunicaciones, defensa nacional y sanidad pública en Francia. Por otra parte, en 2017 el Gobierno francés bloqueó la adquisición

posturas nacionales han suscitado un extenso debate a nivel europeo acerca de la globalización, y específicamente de las inversiones extranjeras en sectores estratégicos, a resultas del cual las instituciones europeas, a instancia de determinados países como Francia y Alemania, han propuesto someter a escrutinio tales inversiones. El fin perseguido es garantizar la seguridad y el orden público de los Estados miembros sin retroceder en la apertura e integración de los mercados europeos lograda hasta la fecha<sup>145</sup>. Como resultado, se ha preparado una propuesta de reglamento comunitario para establecer un marco para el control de las inversiones directas en la Unión Europea que se espera que entre en vigor en 2019 y produzca plenos efectos a partir de 2020.

También es fruto de esta reticencia el carácter opcional, a nivel comunitario, del deber de pasividad, del principio de reciprocidad y de la *breakthrough rule*. Durante la tramitación de la Directiva, algunos Estados miembros tan influyentes como Alemania adujeron que una obligación de pasividad convertiría a las sociedades europeas, y muy especialmente a aquellas cuyos ordenamientos nacionales restringieran el uso de medidas preventivas, en un blanco fácil para otras compañías extranjeras<sup>146</sup>. Tales normas, en definitiva, permitirían a cada Estado graduar la apertura de sus sociedades y sus mercados nacionales en función de sus propios ordenamientos jurídicos, contextos culturales y nivel deseado de proteccionismo (o nivel de aversión al liberalismo).

---

por la italiana Fincantieri, S.p.A. del 66,66% del capital de STX France, astillero francés del grupo STX Business Group en el que el Estado francés tenía un 33,33% del capital. Esta participación se había puesto a la venta mediante un proceso de “subasta pública” que culminó con un acuerdo de venta a Fincantieri. Ante este acuerdo, el Gobierno francés propuso la gestión compartida del astillero, pero la italiana rechazó esta propuesta. El Gobierno francés respondió anunciando la nacionalización temporal de STX France mediante el ejercicio de su derecho de adquisición preferente sobre el 66,66% a la venta. El conflicto se resolvió finalmente mediante un acuerdo entre Fincantieri y el Gobierno francés en virtud del cual la italiana adquiriría el 50% de STX France y Francia conservaría el 50% restante y cedería el control efectivo a Fincantieri mediante la cesión de un 1% del capital, revocable en caso de incumplimiento de determinados compromisos por la italiana. Sobre la regulación francesa de la inversión extranjera, THEOFILE, D., CHRIQUI-GUIOT, O., “France” en AA.VV., *The Foreign Investment Regulation Review*, op. cit., pp. 86 y ss. También en Alemania se han adoptado medidas legislativas encaminadas a restringir la inversión extranjera en sectores estratégicos. Estas medidas se aprobaron en 2009 y se han intensificado recientemente en respuesta a una oleada de adquisiciones chinas en el sector tecnológico alemán (e.g., la adquisición por el productor chino Midea del noventa y cinco por ciento de las acciones del fabricante de robots alemán Kuka) y pretenden proteger el *know how* de las empresas alemanas frente a competidores extranjeros. Sobre el régimen alemán en la materia, BONHAGE, J., JUNGKIND, V., “Germany” en AA.VV., *The Foreign Investment Regulation Review*, op. cit., pp. 96 y ss.

<sup>145</sup> Al respecto, CATRAIN, L., THEODOROPOULOU, E., “EU Overview” en AA.VV., *The Foreign Investment Regulation Review*, op. cit., pp. 77 y ss.

<sup>146</sup> Vid supra “Tramitación de la Directiva de Opas”. El proteccionismo alemán había cobrado fuerza en 1999 tras la opa formulada por el grupo británico Vodafone sobre la alemana Mannesmann, que culminó con éxito pese a la oposición manifestada por el ejecutivo alemán y, particularmente, por el entonces Canciller Gerhard Schröder que calificó la operación de “contraria al interés nacional”. Sobre la posición de Alemania en la tramitación de la Directiva de Opas, vid KIRCHNER, C., PAINTER, R., “Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law...”, op. cit., pp. 458 y ss.

## V. NATURALEZA Y ORDENACIÓN DEL DEBER DE PASIVIDAD

### 1. Una obligación de no hacer dispensable *ex ante* por la junta general

El deber de pasividad se articula como la prohibición de los administradores de emprender cualquier actuación capaz de impedir el éxito de la opa sin el previo consentimiento de los accionistas de la sociedad afectada. Se trata por tanto de un deber de abstención o una obligación de no hacer dispensable por la junta general de accionistas.

Hemos analizado que este deber se impone con dos propósitos: tutelar la propiedad privada de los destinatarios de la opa y, adicionalmente, solucionar un potencial conflicto entre los intereses de éstos y los intereses de los administradores. En vista del primero de ellos, podemos concluir que el deber de pasividad es una concreción, en presencia de una opa, de un instrumento de control ordinario del que disponen los accionistas de sociedades europeas: la facultad indelegable de proponer y adoptar, en sede de junta general de accionistas, las decisiones más relevantes para la vida societaria. Esta facultad conlleva la prohibición de los administradores de la sociedad de llevar a cabo actuaciones en dichas materias que no hayan sido previamente autorizadas en sede de junta general. En otras palabras, se extiende este mecanismo de control *ex ante* de los accionistas a la circunstancia excepcional de una opa —lo cual revela la relevancia, a nivel societario, que el legislador ha otorgado a las decisiones con capacidad de impedir el éxito de la opa—. Es destacable que, en Estados Unidos, en coherencia con la ausencia de un deber de pasividad, prevalece un sistema de control *ex post* en virtud del cual es habitual atribuir a los accionistas una facultad de supervisión y ratificación de actuaciones ya emprendidas por el órgano de administración.

Además, en vista del objetivo de anular potenciales conflictos de interés, podemos afirmar que el deber de pasividad es una concreción, también en presencia de una opa, de la herramienta que tradicionalmente se ha utilizado en nuestro ordenamiento para solucionar los conflictos de intereses de cualquier relación de agencia: la abstención. Con ella se pretende garantizar que el agente sea leal al interés por cuya cuenta actúa. La abstención es pues una derivada del deber de lealtad que entra en juego en situaciones de conflictos de interés. A su vez, el deber de lealtad deriva del más básico deber de buena fe que debe regir cualquier relación jurídica (artículo 7 del Código Civil) y que integra toda relación obligacional (artículo 1258 del Código Civil)<sup>147</sup>. Es por ello que el deber de lealtad gobierna la actuación del gestor en todas las relaciones de gestión encuadradas en el Derecho privado<sup>148</sup>. En el marco del Derecho de

---

<sup>147</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La sociedad en general: elementos del contrato de sociedad” en AA.VV., *Uría Menéndez, Curso de Derecho Mercantil I*, 2ª edición, Madrid: Civitas, 2006, pp. 483-485; GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 135.

<sup>148</sup> En esta línea, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La sociedad en general: elementos del contrato de sociedad”, *op. cit.*, pp. 483-485; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La competencia entre la sociedad y sus directivos”, *RdS* 18, 2002, p. 26; y RIBAS FERRER, V., *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, 1ª edición, Madrid: La



sociedades, se impone un régimen de deberes y obligaciones de los administradores basado en su relación jurídica con la sociedad y sus socios, en la confianza sobre la que descansa su nombramiento y en la naturaleza de los intereses que deben promover<sup>149</sup>. En particular, nuestro ordenamiento recurre en diversas ocasiones al mecanismo de abstención para solventar potenciales conflictos de interés de los administradores<sup>150</sup>. Ello es así porque se asume que los administradores de una sociedad, como gestores de patrimonios ajenos, pueden incurrir en situaciones en las que sus intereses personales difieren de los intereses sociales que deben promover y se pretende evitar que, como partícipes de los procesos de decisión y gestión de la sociedad, puedan desviar el valor de la esfera social a la esfera personal (*misappropriation*)<sup>151</sup>. Concretamente, se impone un deber de abstención en la deliberación y votación de determinados acuerdos sociales respecto de los que los administradores estén en conflicto de interés. Tal abstención se configura como una concreción del deber de lealtad de los administradores para con el interés social (artículo 228.c) de la LSC) y, mediante la misma, se pretende garantizar que el administrador sea leal al interés del propietario<sup>152</sup>. Puede apreciarse la analogía entre esta figura y el deber de pasividad.

En definitiva, en coherencia con los dos intereses tutelados, el deber de pasividad se ha configurado como una obligación legal negativa dispensable *ex ante* por la junta general de accionistas. Ahora bien, ¿supone el deber de pasividad una absoluta obligación de no hacer en

---

Ley, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 3320/2011) el 19 de febrero de 2018].

<sup>149</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª edición, Navarra: Civitas, 2007, pp. 172-173.

<sup>150</sup> Así, la LSC obliga a abstenerse al administrador que sea nombrado consejero delegado o al que le sean atribuidas funciones ejecutivas en relación con la aprobación de su contrato con la sociedad (artículo 249.3); al consejero en relación con la aprobación de operaciones entre si mismo, o el accionista al que represente en caso de los consejeros dominicales, y la sociedad o su grupo (artículo 529 *ter*); o a los consejeros ejecutivos en relación con el nombramiento de un consejero coordinador (artículo 529 *septies*). Del mismo modo, se establece un deber de abstención para otros sujetos como el socio de la sociedad de capital en relación con determinados acuerdos que le afectan (artículo 190); el socio colectivo en la sociedad comanditaria por acciones en el acuerdo de su separación como administrador (artículo 252.4); el representante de un accionista en la votación de acuerdos en los que esté conflictuado (artículo 523), especificando el caso de que el representante tenga la condición de consejero (artículo 526); o las asociaciones específicas y voluntarias para defender los intereses de los accionistas (artículo 539).

<sup>151</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Actualidad jurídica de Uría Menéndez* 39, 2015, p. 44; VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital. Estudio legal y jurisprudencial*, 2ª edición, Madrid: Bosch, 2015, pp. 622 y ss.; y RIBAS FERRER, V., *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, op. cit. GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, op. cit., p. 499, habla de desviación de poder o *improper use*. LLEBOT MAJO, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid: Civitas-Estudios de Derecho Mercantil, 1996, pp. 35 y ss., afirma que el establecimiento de los deberes generales de los administradores encuentra su justificación precisamente en los conflictos de intereses que inevitablemente se producen entre el interés particular de los administradores y el interés común de los accionistas (v. gr. el interés social).

<sup>152</sup> *Vid infra* “Deber de lealtad”.

todo lo que pueda afectar al desenlace de la opa? Resolveremos esta pregunta en los próximos capítulos al analizar detalladamente el alcance objetivo del deber de pasividad. Sin embargo, podemos anticipar que la respuesta es negativa. Desde el punto de vista exegético, la propia formulación de la norma excluye de su objeto las actuaciones que no impidan el éxito de la opa, las actuaciones que sean autorizadas por la junta general y determinadas actuaciones concretas como la búsqueda de otras ofertas. Desde la perspectiva teleológica, el fundamento del deber de pasividad (especialmente, la tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la opa concretada en la tutela de su derecho a decidir sobre la oferta), conectado con el deber de lealtad, implica que determinadas circunstancias pueden exigir de una actuación del órgano de administración más o menos proactiva en defensa de dichos derechos. Además, la obligación de los administradores de pronunciarse sobre la opa que analizaremos en el capítulo VI siguiente erige a los administradores en valoradores de la opa con carácter consultivo, en asesores de sus destinatarios. No se trata por tanto de dejar a los administradores completamente al margen del negocio jurídico proyectado, sino de garantizar que la decisión es tomada por sus partes (contratantes). En vista de lo anterior, podría puntualizarse que el deber de pasividad no es estrictamente una obligación de no hacer, sino una obligación de no decidir. De ahí que nos parezca más acertado referirnos a una limitación de la autonomía de los administradores, en lugar de una limitación de su actuación como indican los artículos 134 del TRLMV y 28 del RD de Opas.

## 2. Un deber autónomo

La doctrina viene argumentando desde la introducción del deber de pasividad que éste constituye una concreción del deber general de lealtad de los administradores en presencia de una opa<sup>153</sup>. En este apartado exponemos los motivos por los que, a nuestro juicio, el deber de pasividad es un deber autónomo respecto de los restantes deberes de los administradores. A tal fin, es necesario presentar brevemente los deberes generales de diligencia y lealtad que han de regir toda actuación de administración, representación y gestión, atendiendo a las singularidades de los administradores de sociedades anónimas cotizadas recogidas en el Título XIV del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (la “LSC”) y sin perjuicio de los deberes específicos exigibles a los gestores por razón de su cargo. Un análisis detallado excedería del alcance de este trabajo, pero su presentación nos permitirá (i) mostrar el marco normativo que debe guiar la conducta de los administradores de la sociedad afectada en todo momento, antes y después de la entrada en vigor del deber de pasividad, (ii) justificar la autonomía que proponemos y (iii) delimitar la

---

<sup>153</sup> Vid, entre muchos otros, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El deber de pasividad de los administradores...”, *op. cit.*, p. 101; GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, pp. 134 y ss.; FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada”, *op. cit.*, pp. 504 y ss.

relación del deber de pasividad con dichos deberes, tarea que abordaremos en el siguiente apartado.

## 2.1. Breve referencia a los deberes generales de los administradores

### 2.1.1. Deber de diligencia

El deber de diligencia de los administradores está regulado en el artículo 225 de la LSC. Se formula como la obligación de los administradores de “*desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos*”. Esta enunciación se completa con las concretas obligaciones de tener la dedicación adecuada y adoptar las medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad, así como con el derecho y deber de recabar la información adecuada y necesaria para el cumplimiento de las obligaciones.

El contenido del deber de diligencia no se formula por tanto como el cumplimiento de una determinada conducta, sino como el desempeño del cargo de acuerdo con el modelo de conducta que lo define<sup>154</sup>. El motivo es la imposibilidad de determinar *ex ante* una conducta o serie de conductas específicas que resulten válidas para cualquier situación y en cualquier negocio<sup>155</sup>. El modelo de conducta viene recogido en el primer apartado del artículo 225 de la LSC: el del “*ordenado empresario*”<sup>156</sup>. Frente al estándar de diligencia del buen padre de familia aplicable en el ámbito civil, se exige del administrador la conducta propia de un empresario (no por su condición de tal en sentido estricto, sino por la naturaleza de las tareas que desempeña<sup>157</sup>) y, además, del empresario “*ordenado*”.

---

<sup>154</sup> Así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 177 y ss.; y LLEBOT MAJO, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, op. cit., pp. 52 y ss.

<sup>155</sup> VELERDAS PERALTA, A., “Órgano de administración (II). Deberes y responsabilidad de los administradores” en AA.VV., *Derecho de sociedades de capital. Estudio de la Ley de sociedades de capital y de la legislación complementaria* (dir. Embid Irujo, J.M., coords. Ferrando Villalba, M.L., Hernando Cebriá, L., Martí Moya, V.), Madrid: Marcial Pons, 2016, p. 289, afirma que “*la diligencia, entendida como cuidado, prontitud, etc., se proyecta sobre el vasto catálogo de decisiones y actuaciones que corresponden a los administradores en el ejercicio de su cargo. En este sentido, es explicable y conveniente la ausencia de una definición legal de la diligencia que podría obstaculizar la necesaria flexibilidad de un deber con amplio marco de aplicación, vigente en pequeñas y grandes sociedades*”.

<sup>156</sup> Acerca del parámetro de diligencia de un ordenado empresario exigible en el ámbito mercantil, vid RAMOS HERRANZ, I., “El estándar mercantil de diligencia: el ordenado empresario”, *Anuario de Derecho Civil*, 2006, disponible en [https://www.boe.es/publicaciones/anuarios\\_derecho/abrir\\_pdf.php?id=ANU-C-2006-10019500225](https://www.boe.es/publicaciones/anuarios_derecho/abrir_pdf.php?id=ANU-C-2006-10019500225) ANUARIO DE DERECHO CIVIL El estándar mercantil de diligencia: el ordenado empresario [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

<sup>157</sup> HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber de diligencia: artículo 225” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (coord. Hernando Cebriá, L.), Barcelona: Bosch,

La sustitución del buen padre de familia por el empresario implica una exigencia de profesionalidad específica para administrar y gestionar una sociedad<sup>158</sup>. Según nos dice la Real Academia Española, la “profesionalidad” se define como la “cualidad de la persona u organismo que ejerce su actividad con capacidad y aplicación relevantes”; a su vez, la “capacidad” consiste en la “aptitud, talento o cualidades para desempeñar el cargo” y la “aplicación” es el “esmero o cuidado puestos en la ejecución de algo”. En particular, en las sociedades cotizadas, la capacidad del administrador debe examinarse con anterioridad a su nombramiento *ex* artículo 529 *quindecies* de la LSC, que exige evaluar las competencias, conocimientos y experiencia necesarios en el consejo de administración de una sociedad cotizada y definir las funciones y aptitudes necesarias en cada candidato. Por su parte, la aplicación nos sitúa a orillas del deber de dedicación, expresamente recogido como parte del deber de diligencia en el apartado segundo del artículo 225 de la LSC. Este deber también cobra relevancia en el ámbito de las sociedades cotizadas, donde se solicita a la comisión de nombramientos y retribuciones que evalúe el tiempo y dedicación precisos para un eficaz desempeño del cargo de administrador (artículo 529 *quindecies* de la LSC). El Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas publicado por la CNMV en febrero de 2015 (el “**Código de Buen Gobierno**”) también dedica un apartado a la dedicación de los consejeros, recomendando al efecto que se supervise la disponibilidad de tiempo de los consejeros externos y que se limite el número máximo de consejos de los que puedan formar parte.

Por su parte, la calificación del empresario como “ordenado” refuerza los estándares de diligencia exigibles al administrador, dejando sin cabida la actuación sin orden ni concierto. La actuación ordenada puede concretarse, en nuestra opinión, en una actuación informada, prudente y respetuosa con todas las obligaciones impuestas legal, contractual y estatutariamente (excluimos las notas de profesionalidad y aplicación que han sido incluidas en la propia referencia al empresario)<sup>159</sup>. Respecto de la actuación informada, interesa particularmente el volumen de información que los administradores han de recabar para cumplir los estándares de

---

2015, p. 64, explica que, aunque el concepto del ordenado empresario “*tecnifica la función del administrador*”, éste no puede equipararse a aquél por cuanto no actúa en interés propio.

<sup>158</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 181.

<sup>159</sup> Sobre el contenido que otorga la doctrina al deber de diligencia, *vid.*, entre otros, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *op. cit.*, p. 33, que define el contenido del estándar de diligencia, *a contrario sensu*, mediante la siguiente categorización de los actos de negligencia del administrador: (i) casos de deficiencia de juicio (que deben, y desde la introducción de la *business judgement rule* en el ordenamiento español pueden, moderarse cumplidos los demás requisitos de diligencia); (ii) casos de deficiencia informativa; (iii) casos de deficiencia procedimental; (iv) casos de deficiencia de implicación; y (v) casos de deficiencia de imparcialidad (que Paz-Ares sitúa a orillas o dentro de la deslealtad); RIBAS FERRER, V., “Artículo 225. Deber de diligente administración” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (dirs. Rojo Fernández Rfo, A., Beltrán, E.), 1ª edición, Navarra: Civitas, 2011, pp. 1614 y ss., que desglosa el contenido del deber de diligencia en cuatro deberes: el deber de atención, el deber de profesionalidad, el deber de prudencia y el deber de vigilancia; y SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 181-182, que identifica la referencia al empresario con la nota de profesionalidad y el calificativo de ordenado con las notas de organización y prudencia.

diligencia exigibles. Indudablemente, los administradores deberán asegurarse de la suficiencia de la información sobre la cual hayan de basar sus decisiones<sup>160</sup>. No obstante, el deber de informarse no puede traducirse en la obligación de obtener cualquier información que pueda ser significativa, sino en la de recabar aquella información que esté razonablemente al alcance de los administradores a la vista del coste y del tiempo disponible para obtenerla y que, a su juicio, sea relevante para la toma de la decisión en cuestión<sup>161</sup>. En cuanto a la prudencia, ésta es corolario del deber de diligencia. Evidentemente, se espera de los administradores una conducta sensata ante la toma de decisiones que comporten riesgos para la sociedad. Ahora bien, es preciso concederles un cierto margen de discrecionalidad, pues una excesiva prudencia nos desplaza al terreno del conservadurismo, que puede ser tan pernicioso para la sociedad como la irreflexión que se pretende evitar<sup>162</sup>. Respecto de la observancia de la ley, se precisa poco comentario más allá de que el deber no debe entenderse circunscrito al Derecho societario, sino extendido al conjunto del ordenamiento jurídico<sup>163</sup>.

En vista de lo anterior, creemos que las obligaciones de dedicación y de información recogidas específicamente en los apartados segundo y tercero del artículo 225 de la LSC están implícitas en el concepto de ordenado empresario y su reconocimiento expreso tiene valor esencialmente orientativo, por lo que no vemos preciso detenernos nuevamente en ellas.

Por último, la formulación legal del deber de diligencia conecta el modelo de conducta exigible al administrador con la naturaleza de su cargo y las funciones a él atribuidas. Este matiz

---

<sup>160</sup> La doctrina se refiere a ello como el deber de investigar o *duty of inquiry* (entre otros LLEBOT MAJO, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, op. cit., pp. 66 y ss.). HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber de diligencia: artículo 225”, op. cit., pp. 83-84, define el derecho-deber de informarse como una obligación de “*diligencia procedimental*”.

<sup>161</sup> LLEBOT MAJO, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, op. cit., pp. 62 y ss. Asimismo, LLEBOT MAJO, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, op. cit., p. 33, afirma que para valorar el cumplimiento del deber de informarse deben tenerse en cuenta “*la trascendencia de la propia decisión para la sociedad, el tiempo disponible para obtener más información, los costes de obtener información adicional y los conocimientos que los propios administradores tengan para evaluar la necesidad de disponer de más información*”. En sentido similar, LEECH, N., MUNDHEIM, R., “The Outside Director of the Publicly Held Corporation”, *Business Lawyer (ABA)* 31, 1976, pp. 1812-1813, defendieron la conveniencia de impartir programas de orientación a los administradores entrantes cuyo contenido habría de partir de la premisa de que, desde la perspectiva del bienestar de la compañía, el consejero debería saber todo lo que pudiera razonablemente aprender. RECALDE CASTELLS, A., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (business judgement rule)”, op. cit., p. 1203, defiende que “*la determinación de la información necesaria entra dentro de la discrecionalidad, lo que obliga a los administradores a valorar los costes de generarla y los beneficios que pueden obtener de ella*”.

<sup>162</sup> VID PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, op. cit., pp. 9 y ss.

<sup>163</sup> ESTEBAN VELASCO, G., “La administración de las sociedades de capital”, *RdS* 36, 2011, p. 158, define a los administradores como “*garantes y responsables del cumplimiento de la legalidad vigente*”. HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber de diligencia: artículo 225”, op. cit., p. 77, afirma que la existencia de cualquier norma imperativa, de carácter vinculante *per se* y por mor del artículo 225 de la LSC, elimina todo margen de discrecionalidad en la actuación pertinente del administrador.

permite aplicar distintos parámetros a según qué categorías de consejeros, de manera que no se exigirá el mismo estándar de diligencia a los consejeros externos que a los internos —a modo ilustrativo, la dedicación de un consejero ejecutivo naturalmente habrá de ser mayor, mientras que los consejeros externos deberán ser más cuidadosos a la hora de valorar la suficiencia de la información sobre la que basen sus decisiones—.

### 2.1.2. Deber de lealtad

El deber de lealtad de los administradores está reconocido en el artículo 227 de la LSC, que lo formula como la obligación de los administradores de actuar “*con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad*”<sup>164</sup>. El precepto no determina con claridad a quién deben su lealtad los administradores. El tenor literal de la norma define el deber de lealtad como un mecanismo de protección del “*interés de la sociedad*”, pero su vaguedad suscita el sempiterno debate de gobierno corporativo sobre el concepto de interés

---

<sup>164</sup> La regulación del deber de lealtad en nuestro Derecho societario es relativamente reciente. La necesidad de darle expreso reconocimiento normativo se manifestó por primera vez en el Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas de 8 de enero de 2003, conocido como el “Informe Aldama”. Hasta entonces, la antigua Ley de Sociedades Anónimas aprobada mediante el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (la “LSA”) tan solo preveía la obligación de los administradores de ejercer su cargo “*con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal*” (artículo 127). La referida Comisión fue creada por acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de julio de 2002 con la tarea de analizar los problemas para las sociedades cotizadas en el nuevo marco económico globalizado, todo ello en aras de incrementar el grado de transparencia de las sociedades cotizadas y dotar de una mayor estabilidad y seguridad a la posición del accionista. Como resultado de su trabajo, la Comisión propuso, entre otras cuestiones, dar soporte normativo a determinados aspectos de las sociedades cotizadas, incluyendo la definición y régimen de los deberes de los administradores y, especialmente, en el ámbito de los conflictos de interés. Siguiendo las recomendaciones de la Comisión, se promulgó la conocida “Ley de Transparencia” o Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modificó, entre otras, la LSA. En particular, esta norma separó la regulación de los deberes de fidelidad y de lealtad de los administradores en sendos preceptos (artículos 127 *bis* y *ter* de la LSA, respectivamente). No obstante, la regulación del deber de lealtad no incluía una definición general más allá de la redundante referencia al “*representante leal*”, sino que consistía directamente en una enumeración de obligaciones y prohibiciones derivadas del mismo. En 2010, la LSC introdujo por primera vez en nuestro ordenamiento societario una formulación general del deber de lealtad, estableciendo que “*los administradores desempeñarán su cargo como un representante leal en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad, y cumplirán los deberes impuestos por las leyes y los estatutos*” (artículo 226 de la primera versión de la LSC vigente hasta la reforma introducida en 2014). Con este precepto se reconoció formalmente la esencia del deber de lealtad: el respeto al interés social, pero la definición de éste como “*interés de la sociedad*” no fue precisamente aclaratoria. Inicialmente, se trató de definir como el interés común a todos los socios, pero la propuesta fue finalmente enmendada por falta de unanimidad doctrinal. La redacción actual del deber de lealtad fue introducida apenas en 2014 mediante la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (“Ley 31/2014”). A pesar de los recientes avances normativos en esta materia, la regulación sigue siendo exigua y ha sido escasamente nutrida por la doctrina y la jurisprudencia españolas, lo que plantea una serie de insuficiencias en la materia (a saber, la escasa visibilidad de la deslealtad corporativa, la no identificación de los destinatarios —en cuanto sujetos obligados— del deber de lealtad, el *enforcement* de este deber y su régimen de incumplimiento y sanción; *vid* PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, p. 47). Sobre la evolución del deber de lealtad en nuestro ordenamiento, *vid* RIBAS FERRER, V., *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, *op. cit.*

social al que nos hemos referido en el capítulo anterior<sup>165</sup>. A modo de síntesis, el debate tradicional se circunscribía a la pugna entre la teoría “contractualista”, que equipara el interés social con el interés común de los accionistas, y la teoría “institucionalista”, que entiende el interés social como una suerte de interés autónomo de la empresa en el que se agruparían los intereses de los distintos grupos de interés de alguna manera vinculados a la sociedad. Más recientemente surge una teoría “a caballo entre las anteriores” que, sin dejar de equiparar interés social y accionarial, pugna por una visión a largo plazo basada en la creación de valor sostenible para los accionistas y, por extensión, para los demás grupos de interés. Nos adscribimos a esta última postura y, por tanto, entendemos que la finalidad primordial del Derecho societario ha de ser la tutela de los intereses de los socios (lo que, en última instancia, redundará en beneficio de los demás participantes en la empresa y de la sociedad en su conjunto). En línea con esta teoría, los beneficiarios del deber de lealtad de los administradores son los accionistas de la sociedad.

Tras la enunciación general del deber de lealtad, el artículo 228 de la LSC concreta este mandato en una serie de obligaciones básicas, incluyendo (i) la prohibición de los administradores de ejercitar sus facultades con fines distintos de aquellos para los que les han sido concedidas, (ii) la obligación de guardar secreto respecto de la información obtenida en el desempeño de sus cargos, (iii) el deber de abstenerse tanto en la deliberación como en la votación de los acuerdos o decisiones respecto de los que se encuentren en conflicto de interés directo o indirecto, (iv) la obligación de desempeñar sus cargos con libertad de criterio e independencia de juicio y (v) el deber de evitar incurrir en situaciones en las que sus propios intereses entren en conflicto con los de la sociedad que administran<sup>166</sup>. Analizamos brevemente cada una de estas obligaciones y prohibiciones concretas.

Primero, la prohibición de los administradores de ejercitar sus facultades con fines distintos de aquellos para los que les han sido concedidas es reflejo de la prohibición de abuso de facultades recogida en el artículo 144 del Código de Comercio, de la doctrina del *improper use* desarrollada por la jurisprudencia anglosajona para deslegitimar determinadas conductas de los administradores, de la prohibición de desviación de poder reinante en el ámbito del Derecho público y, en definitiva, del deber de buena fe integrador de cualquier relación obligacional<sup>167</sup>. Subyace a esta prohibición la condición de los administradores como sujetos con autonomía y

---

<sup>165</sup> Vid *supra* “La noción de interés social: de las teorías “contractualista” e “institucionalista” a la creación de valor sostenible”.

<sup>166</sup> La tipificación de estas conductas también es obra de la Ley 31/2014, que no se contentó con clarificar la cláusula general de lealtad, sino que la complementó con una enumeración de conductas obligadas o prohibidas al amparo de este deber. Esta enumeración no tiene ánimo exhaustivo; al contrario, el legislador pretende con ella proporcionar pautas que orienten al administrador sobre el tipo de comportamientos en que se concreta su deber general. En esta línea, *vid* VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital...*, *op. cit.*, p. 623; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, pp. 50-51.

<sup>167</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, p. 51.

capacidad de decisión significativa en el seno de la sociedad y, por ende, con capacidad de desviar el poder que se les ha concedido hacia esferas ajenas al interés de la sociedad. Se pretende que toda actuación de los administradores que no esté sometida a un control *ex ante* del órgano soberano responda al sentido teleológico de la actividad societaria, y ello con independencia del mayor o menor acierto de la actuación en cuestión desde la perspectiva empresarial.

Segundo, el deber de secreto impide a los administradores desvelar toda información privada a la que hayan accedido en el desempeño de sus cargos y les vincula aun cuando hayan cesado en ellos, con las únicas excepciones que la ley establezca<sup>168</sup>. Este deber está intrínsecamente relacionado con el doble deber y derecho de los administradores, como parte de su deber de diligencia, de informarse acerca de la marcha de la sociedad y de recabar toda la información necesaria para el cumplimiento de sus obligaciones (artículo 225.3 de la LSC). En el ejercicio de sus cargos, los gestores de una sociedad acceden o pueden acceder a un volumen significativo de información privada (y, en el caso de sociedades con valores admitidos a negociación, privilegiada<sup>169</sup>) relativa a la estrategia empresarial, a alianzas o proyectos específicos, a secretos industriales o comerciales o, simplemente, al propio funcionamiento interno de la sociedad, cuyo valor para la sociedad puede ser patrimonial, por otorgarle una ventaja competitiva, y respecto de la cual es voluntad de la sociedad mantener la confidencialidad. El deber de secreto de los administradores se impone por tanto como salvaguarda del patrimonio y de la voluntad de la sociedad y vincula incluso —o especialmente— a los administradores cesados en el cargo, pues su motivación interior ya no será necesariamente la salvaguarda de intereses anteriormente encomendados.

Tercero, el deber de abstención en situación de conflicto de interés impide a los administradores participar en la toma de decisiones respecto de las cuales tengan otros intereses particulares. El objeto de esta norma es evitar que un administrador, consciente o inconscientemente, anteponga intereses personales a los que tiene encomendados en el ejercicio de su cargo. A nuestro juicio, el objeto de esta norma tan solo habría de ser la evitación de conductas inconscientes, puesto que la postergación deliberada del interés social vulnera el

---

<sup>168</sup> Con anterioridad a la reforma societaria de 2014, el deber de secreto venía recogido en el artículo 232 de la LSC. La principal novedad introducida por la Ley 31/2014 es la extensión de la confidencialidad a toda información de carácter privado, sin que quepa la revelación de información que no tenga consecuencias perjudiciales para el interés social. Se retira así de los administradores la facultad de divulgar información sobre la base de un juicio de valor personal que, por ser imposible de probar, permite sortear la sanción asociada al incumplimiento de este deber.

<sup>169</sup> La información privilegiada se define, en relación con las sociedades con valores admitidos a negociación, como toda información de carácter concreto que se refiera, directa o indirectamente, a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros emitidos por cualquier sociedad y admitidos a negociación, o a su emisor, que no se haya hecho pública y que, de hacerse pública, pueda influir de manera apreciable sobre los precios de tales valores negociables o instrumentos financieros o, en su caso, de instrumentos financieros derivados relacionados con aquéllos (artículo 7 del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, sobre el abuso de mercado (el “**Reglamento de Abuso de Mercado**”)).



deber de buena fe, es directamente sancionable con base en la enunciación general del deber de lealtad y su comprensión o interiorización no requiere o no debería requerir ningún esfuerzo normativo adicional. La abstención afecta no solo a la votación del acuerdo en cuestión, sino también a la deliberación que ha de precederla, para evitar que el administrador conflictuado influya en el juicio de sus homólogos. La especificación del alcance de la abstención, vinculante tanto en la deliberación como en la votación de los acuerdos, fue introducida por la Ley 31/2014. Hasta entonces, la doctrina no era unánime, aunque buena parte de ella venía ya defendiendo la aplicabilidad de la obligación de abstención a la fase de deliberación<sup>170</sup>. A nuestro juicio, esta extensión es acertada pues la participación del administrador conflictuado en las discusiones acerca de la conveniencia de un determinado acuerdo puede influir en la decisión de los restantes miembros del órgano decisor. Es más, compartimos la doctrina que da un paso más y reclama que el administrador en conflicto se ausente de la sala durante la deliberación y votación del acuerdo en cuestión para permitir un debate más libre de los restantes administradores<sup>171</sup>. Por otra parte, en nuestra opinión, la protección que otorga el deber de abstención opera en un doble sentido. Naturalmente salvaguarda los intereses de la sociedad y sus socios, pero también protege al administrador o gestor en conflicto al liberarle de la carga de tomar decisiones y, en definitiva, de asumir responsabilidad cuando, aun inconscientemente y sin mala fe, su capacidad de juicio pueda estar afectada por factores externos a su voluntad.

Cuarto, el deber de independencia obliga a los administradores a desempeñar sus funciones libremente, con responsabilidad personal, libertad de criterio e independencia de las instrucciones que hayan recibido al respecto o de las vinculaciones que tengan con terceros<sup>172</sup>. Este deber cobra especial relevancia en referencia a los administradores designados en virtud del derecho de representación proporcional. Lógicamente, el administrador nombrado a propuesta de un socio concreto está vinculado a éste, que deposita en el representante su confianza y le encomienda la tutela de sus intereses particulares en el seno de la sociedad participada. No obstante, el representante, al aceptar su cargo de administrador de la sociedad, asume un deber de lealtad frente a ésta. El deber de tutelar los intereses del socio se doblega ante el deber de promover el interés de la sociedad, entendido como el interés común de todos los accionistas, lo que obligará al administrador a anteponer sus propios juicios, elaborados desde la óptica del interés social, a cualquier instrucción recibida del accionista representado<sup>173</sup>.

---

<sup>170</sup> Entre otros, *vid* GUERRA MARTÍN, G., “La posición jurídica de los administradores de sociedades de capital” en AA.VV., *La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital* (coord. Guerra Martín, G.), Madrid: La Ley, 2011 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 22210/2011) el 1 de febrero de 2018].

<sup>171</sup> Entre otros, MEGÍAS LÓPEZ, J., “Una aproximación al deber de independencia en el consejo de administración”, *op. cit.*, p. 593; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, p. 52.

<sup>172</sup> *Vid* MEGÍAS LÓPEZ, J., “El deber de independencia en el consejo de administración...”, *op. cit.*; MEGÍAS LÓPEZ, J., “Una aproximación al deber de independencia en el consejo de administración”, *op. cit.*, pp. 585 y ss.

<sup>173</sup> Sobre la invalidez o carácter no vinculante de las instrucciones privadas de los accionistas a los administradores, *vid* PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el

Quinto y último, el deber de lealtad se concreta en el deber de evitar situaciones de conflicto de interés, deber que ha merecido una segunda especificación por parte del legislador en el artículo 229 de la LSC<sup>174</sup>. En particular, este deber se concreta —a nuestro juicio con ánimo meramente ejemplificativo<sup>175</sup>— en las prohibiciones de (a) realizar operaciones vinculadas, (b) prevalerse del cargo en beneficio propio, (c) utilizar activos sociales con fines privados, (d) explotar oportunidades de negocio de la sociedad, (e) recibir remuneraciones externas y (f) competir con la sociedad<sup>176</sup>. Estas prohibiciones han sido calificadas por la doctrina más autorizada de relativas: entran en juego cuando se genera un peligro para el interés social<sup>177</sup>. En la misma línea, consideramos que debe darse una contraposición efectiva de los distintos intereses en juego, sin que sea suficiente la mera existencia de un interés extrasocial. Algunos tratadistas han afirmado que el deber de evitar situaciones de conflicto de interés constituye el nervio central del deber de lealtad, pues la manera más eficaz de impedir que el administrador obtenga un beneficio personal indebido no es prohibirle alcanzar dicho resultado, sino prohibirle ponerse en una situación de riesgo<sup>178</sup>. Si el administrador no se pone al servicio de dos intereses distintos, no necesitará jerarquizarlos ni poner uno de ellos al servicio del otro.

## 2.2. Autonomía del deber de pasividad

La doctrina ha defendido que el deber de pasividad es una concreción del deber de lealtad con base en tres argumentos principales<sup>179</sup>. El primero es que ambas normas tienen un mismo objeto: delimitar la actuación de los administradores atendiendo a los fines que deben guiar su

---

consejo” en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, op. cit., pp. 697-717. El profesor Paz-Ares defiende su tesis desde la perspectiva “contractualista” y propone tres argumentos: (i) la consideración de los administradores sociales como mandatarios de un colectivo, (ii) el principio de relatividad de los contratos y (iii) la no vinculación de los pactos parasociales a la sociedad.

<sup>174</sup> Sobre el deber de evitar situaciones de conflicto de interés, vid entre otros PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, op. cit., in totum.

<sup>175</sup> En la misma línea, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, op. cit., p. 55; VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital...*, op. cit., p. 626. En contra, ASENJO RODRÍGUEZ, E., “El deber de lealtad del administrador y su contenido”, *La Ley Mercantil* 44, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 1379/2018) el 6 de mayo de 2018].

<sup>176</sup> Reproducimos la nomenclatura empleada en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, op. cit., p. 54.

<sup>177</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, op. cit., p. 54.

<sup>178</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, op. cit., pp. 53-54. En sentido similar, aunque respecto de la colisión entre los intereses accionariales y los de otros *stakeholders*, EASTERBROOK, F., FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, op. cit., p. 38, afirman que encomendar dos intereses distintos a un gerente equivale a no encomendarle ninguno y, por ello, aconseja ponerlos exclusivamente al servicio de los accionistas, cuyo papel no es antagonista, sino complementario al de los demás participantes en el negocio.

<sup>179</sup> Vid, entre muchos otros, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El deber de pasividad de los administradores...”, op. cit., p. 101; GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, op. cit., pp. 134 y ss.; FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada”, op. cit., pp. 504 y ss.

conducta (la una con carácter general, la otra con carácter especial ante unas circunstancias específicas). El segundo argumento que se aduce, íntimamente conectado con el anterior, es que ambas normas tutelan intereses cuasi-idénticos, que sus beneficiarios prácticamente se superponen. Así, con carácter general, los administradores deben promover el interés social, que hemos equiparado con el interés común de los socios y cuya consecución hemos identificado con la generación de valor sostenible. Además —¿o en cambio?—, en el contexto de una opa, deben tutelar el derecho de los destinatarios de la oferta a decidir sobre la idoneidad de la misma. Ambos deberes protegen a los titulares de acciones de la sociedad en cuanto que socios y, por ende, titulares de los derechos que les otorgan las acciones de su propiedad. El deber de pasividad también los protege en cuanto que propietarios de unos valores sobre los que versa una oferta de adquisición y, por tanto, destinatarios de la misma. El tercer motivo argüido es que ambas normas se configuran, total o parcialmente, como un deber de abstención encaminado a solucionar los conflictos de interés de los administradores (con la diferencia de que la norma general, primero, concede a los administradores la facultad de evitar el conflicto y, segundo, exige apreciar la existencia de tal conflicto caso por caso, mientras que el deber de pasividad parece presumirlo automáticamente en presencia de una opa).

Respecto al primer argumento no tenemos objeción, pero no nos parece condición suficiente para avalar la tesis propuesta. Los otros dos, por su parte, nos parecen matizables. Frente a la coincidencia de intereses protegidos, no puede obviarse la posibilidad de que coexistan beneficiarios de solo uno de los deberes. En efecto, el deber de lealtad protegerá a los titulares de acciones sobre las que no verse la opa y, simultáneamente, el deber de pasividad tutelaré los intereses de titulares de valores afectados distintos de las acciones de la sociedad. Ello necesariamente impone la coexistencia de ambas normas. En cuanto al propósito de ambas normas de anular posibles conflictos de interés, nos remitimos a nuestras reflexiones en torno a la necesaria apreciación *ad hoc* de dichos conflictos y la posibilidad de que no se produzcan en el contexto de una determinada opa, lo cual no vaciaría de contenido ni supondría la inaplicabilidad del deber de pasividad<sup>180</sup>.

Además, téngase en cuenta que pueden existir supuestos en los que uno y otro deber requieran actuaciones opuestas: si un administrador considera que la opa anunciada es perjudicial para los intereses de los accionistas, el deber de lealtad, lo llamará a realizar todo lo posible para impedirla (sin obviar el ordinario reparto de competencias entre los órganos de gobierno de la sociedad); sin embargo, el deber de pasividad se lo prohibirá. En estos supuestos, el deber de pasividad no puede ser una concreción del deber de lealtad. Es por ello principalmente por lo que defendemos que el deber de pasividad es una norma autónoma respecto de la norma general de lealtad, sin perjuicio de las evidentes similitudes de sus

180

Vid *supra* “Neutralización de conflictos de interés”.

respectivos objetos y fundamentos y de la frecuencia con la que los efectos de aplicar una u otra norma puedan resultar muy similares o incluso idénticos.

### 3. Encuadre del deber de pasividad en los deberes generales de los administradores

Defendida la autonomía del deber de pasividad, regla excepcional que opera en circunstancias extraordinarias para la sociedad afectada y sus accionistas, procede delimitar su relación con los deberes generales inherentes al cargo de administrador. ¿Es el deber de pasividad una norma complementaria a los deberes generales de diligencia y lealtad? ¿Suplementaria? ¿Exclusiva?

A nuestro juicio, no es preciso fijar ningún orden particular entre el deber de pasividad y el deber de diligencia puesto que tienen objetos distintos: mientras que el primero delimita el ámbito de actuación de los administradores en una determinada situación, el segundo establece el modelo de conducta conforme al cual deben actuar estos sujetos. Por ello, creemos que ambas normas coexisten y son susceptibles de aplicación simultánea sin plantear ningún conflicto al respecto. Así, la diligencia del ordenado empresario puede imponerse y se impone como estándar de conducta en el marco de una opa, ya sea para realizar actuaciones permitidas por el deber de pasividad, para proponer a la junta general y, en su caso, ejecutar actuaciones objeto de dicho deber o para elaborar el informe sobre la opa.

En cambio, analizar la ordenación del deber de pasividad y el deber de lealtad no es tan sencillo debido a la similitud de sus objetos. Sin perjuicio de la misma, consideramos que debe establecerse entre ambos deberes una relación de complementariedad por varias razones, algunas de las cuales ya han sido planteadas en el apartado anterior. En primer lugar, el deber de lealtad emana del deber de buena fe, que es aplicable *urbi et orbi* y adquiere singular relevancia en la relación entre los socios y los gestores de la sociedad<sup>181</sup>, luego no concebimos su inaplicación con independencia de lo extraordinario de las circunstancias existentes en cada momento. En segundo lugar, pueden coexistir beneficiarios de solo uno de los deberes sin que ninguno deba supeditarse al otro, lo que necesariamente impone la coexistencia de ambas normas. Así, en caso de opas parciales u opas formuladas únicamente sobre determinados tipos de valores emitidos por la sociedad afectada, el deber de lealtad protegerá a los accionistas a quienes la opa no se haya dirigido. Por su parte, el deber de pasividad tutelará los intereses de titulares de valores afectados distintos de las acciones de la sociedad. En tercer lugar, el alcance de la regla de pasividad es limitado —fundamentalmente en el tiempo, pero también en su objeto— y requiere de una norma complementaria que rijá fuera de esos límites. Nótese que los administradores de la sociedad afectada por una opa no están absolutamente atados de pies y manos. Al margen de la capacidad para seguir desempeñando sus cargos en todo lo que no afecte a la opa en curso, los administradores conservan un derecho de iniciativa en virtud del

---

<sup>181</sup> DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *La doctrina de los actos propios. Un estudio crítico sobre la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Navarra: Civitas, 2014, pp. 200-201.

cual pueden elevar a la junta general de accionistas las propuestas de acuerdo que consideren convenientes para el interés social, incluyendo propuestas de acuerdos capaces de impedir el éxito de una opa en pendencia si lo estiman oportuno en aras de la defensa los intereses accionariales. Su obligado respeto al interés social debe regir dichas actuaciones. El deber de pasividad no impide a los administradores ser leales a los intereses que tutelan, sino que reserva la decisión última al respecto a los titulares de los intereses en juego. En consecuencia, consideramos que el deber de pasividad no excluye la aplicabilidad del deber de lealtad, sino que lo complementa ante una circunstancia extraordinaria que merece una mayor regulación *ad hoc* y *ex ante* del comportamiento de los sujetos capaces de influir en su desenvolvimiento<sup>182</sup>.

En vista de lo anterior podemos concluir que el deber de pasividad debe integrarse con los deberes fiduciarios generales de los administradores, cuya vigencia se mantiene durante todo el ejercicio de sus cargos, incluyendo ante la circunstancia excepcional de una opa<sup>183</sup>. Como parte de su deber de lealtad, los administradores seguirán en todo momento vinculados por la prohibición de abusar de sus facultades, por el deber de abstención respecto de los acuerdos en los que estén conflictuados, por el deber de independencia, por el deber de secreto y por el deber de evitar situaciones de conflicto de interés. O, en ocasiones, como parte de su deber de pasividad, pues éste persigue precisamente que los administradores de la sociedad no hagan uso de sus prerrogativas como tales para anular o viciar un derecho atribuido a los titulares de valores objeto de la opa (*i.e.*, que no abusen de sus facultades<sup>184</sup>) y que no aprueben actuaciones que puedan frustrar la opa sin el consentimiento previo de los accionistas, en parte por temor a su adopción por motivos inadecuados (*i.e.*, deber de abstención).

#### 4. Coexistencia con otros deberes de especial relevancia en presencia de una opa

##### 4.1. Deber de buena fe pre-contractual

En los capítulos siguientes, al analizar el alcance objetivo del deber de pasividad y delimitar lo que los administradores pueden, no pueden, deben o no deben hacer en el marco de una opa real o potencial, concluiremos que los administradores de la sociedad afectada pueden (y con frecuencia deben) negociar y suscribir acuerdos por cuenta de la sociedad con terceros y,

---

<sup>182</sup> Igualmente, GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, pp. 135 y ss.

<sup>183</sup> En este sentido también se pronuncia GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 643.

<sup>184</sup> DEL VAL TALENS, P., “El ejercicio de las facultades de los administradores con fines adecuados: análisis del artículo 228.a) LSC”, *RdS 50*, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 26 de septiembre de 2018] conecta precisamente el deber de pasividad (que denomina de neutralidad) con la prohibición de abuso de poder y se refiere a los supuestos de cambio de control como una de “*las constelaciones en las que, con mayor frecuencia, se planteará [la] aplicación [de la obligación de los administradores de usar sus facultades con fines adecuados]*”.

particularmente, con el oferente o potenciales oferentes interesados en la sociedad. Estas tareas les corresponden en cuanto que titulares de los poderes de gestión y representación de la sociedad afectada (artículos 209 y 233 de la LSC).

Nuestro ordenamiento jurídico no contiene reglas específicas aplicables a la fase de negociación o formación de la voluntad de las partes<sup>185</sup>. Doctrina y jurisprudencia han tratado de integrar esta laguna normativa mediante cláusulas aplicables a toda relación jurídica en general y a las obligaciones y contratos en particular. Sin ánimo de exponer aquí toda la elaboración doctrinal y jurisprudencial al respecto, conviene señalar los principales deberes de conducta que resultarán de aplicación a los administradores al representar a la sociedad afectada en la negociación de acuerdos relativos a una opa potencial o ya formulada y anunciada al mercado.

En esencia, los administradores estarán vinculados por un deber de buena fe derivado de los artículos 7.1 y 1258 del Código Civil (este último, trasladado por jueces y tratadistas a la fase pre-contractual). Este deber es la base sobre la que se ha construido el deber de lealtad de los administradores hacia la sociedad y sus socios<sup>186</sup>, pero también es la brújula que ha de orientar la conducta de aquéllos respecto de terceros ajenos a la sociedad con quienes se pretende o, cuando menos, se analiza la posibilidad de contratar<sup>187</sup>.

La doctrina ha analizado extensamente el contenido del deber de buena fe en el ámbito pre-contractual y coincide al concretarlo en los deberes de información, secreto o confidencialidad, conservación y no abandono injustificado de las negociaciones<sup>188</sup>. Tales deberes están encaminados a generar una relación de confianza entre las partes sobre la que cimentar la proyectada relación contractual<sup>189</sup>. Sumariamente, el deber de información consiste

---

<sup>185</sup> CAPILLA CASCO, A., “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes. Su problemática contenciosa” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, op. cit., p. 104.

<sup>186</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La sociedad en general: elementos del contrato de sociedad”, op. cit., pp. 483-485; GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, op. cit., p. 135.

<sup>187</sup> MONSALVE CABALLERO, V., “La buena fe como fundamento de los deberes precontractuales de conducta: Una doctrina europea en construcción”, *Revista de derecho: División de Ciencias Jurídicas de la Universidad del Norte* 30, 2008, pp. 40-41, disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5513561> [fecha de consulta: 24 de abril de 2018], se refiere al deber de lealtad hacia la contraparte del negocio proyectado.

<sup>188</sup> Entre muchos otros, CAPILLA CASCO, A., “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes. Su problemática contenciosa”, op. cit., p. 119, apunta que el deber de buena fe pre-contractual se concreta en los deberes de información, confidencialidad, conservación y no abandono injustificado de las negociaciones. GARCÍA RUBIO, M.P., OTERO CRESPO M., “La responsabilidad precontractual en el Derecho contractual europeo”, *InDret: Revista para el análisis del Derecho* 2, 2010, disponible en [http://www.indret.com/pdf/731\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/731_es.pdf) [fecha de consulta: 8 de febrero de 2018], extrae del deber de buena fe los deberes de información, actuación seria y consecuente con la negociación, reserva o secreto y, si lo acuerdan las partes, exclusividad. MONSALVE CABALLERO, V., “La buena fe como fundamento de los deberes precontractuales de conducta...”, op. cit., pp. 48 y ss., enumera los deberes de información, confidencialidad y conservación.

<sup>189</sup> Al respecto, vid SERRANO ACITORES, A., “Mecanismos formales para la generación de la confianza interempresarial en las operaciones corporativas”, *La Ley Mercantil* 4-5, 2014 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 4848/2014) el 8 de febrero de 2018]. En la misma línea, con base en la doctrina

en la obligación de facilitar a la contraparte toda la información que resulte necesaria para que ésta preste válidamente su consentimiento. Este deber cobrará especial relevancia cuando se decida facilitar información privada sobre la sociedad afectada a los oferentes o potenciales oferentes. El deber de secreto consiste en preservar la confidencialidad de la información recibida de la otra parte y, cuando así se acuerde, de la propia existencia de las negociaciones. Adquiere singular importancia en el contexto de una opa por el previsible impacto de cualquier información al respecto en el precio de los valores afectados y en el correcto desenvolvimiento de la operación proyectada y, por ello, se mantendrá vigente durante todo el proceso como parte no solo del deber de buena fe pre-contractual, sino también de los deberes de diligencia y lealtad propios de los administradores<sup>190</sup>. El deber de conservación emplaza a guardar diligentemente las cosas facilitadas por la contraparte durante la fase de negociación de una operación y en principio carecerá de aplicación práctica en el estudio de una opa. Por último, la prohibición de abandono injustificado de las negociaciones pretende, sin trastocar la libertad de negociación, evitar conductas de mala fe tales como la generación de falsas expectativas o la modificación arbitraria, imprevisible o a destiempo de las condiciones esenciales del acuerdo. Esta prohibición se pondrá de relieve cuando la sociedad afectada contemple la suscripción de algún acuerdo relativo a una opa o posible opa<sup>191</sup>.

El deber de buena fe frente a terceros estará complementado en todo momento por el deber de lealtad hacia el interés social, de manera que los administradores habrán de adoptar cualquier decisión, primordialmente, desde la óptica de los intereses de la sociedad. Complementado y no limitado, pues nada obsta para actuar de buena fe frente a un tercero aun cuando los intereses de éste estén supeditados a un interés mayor<sup>192</sup>. Naturalmente, los administradores de la sociedad afectada podrán denegar cualquier solicitud o rechazar cualquier oferta —de contratar con la sociedad, pues la propia opa estará dirigida a los titulares de valores de aquélla— por no considerarla conveniente para el interés social sin que medie por ello mala

---

germánica, se pronuncia MONSALVE CABALLERO, V., “La buena fe como fundamento de los deberes precontractuales de conducta...”, *op. cit.*, p. 42. LÓPEZ MESA, M.J., “La doctrina de los actos propios y sus aspectos más relevantes” en LÓPEZ MESA, M.J., ROGEL VIDE, C., *La doctrina de los actos propios. Doctrina y jurisprudencia*, Madrid: Editorial Reus, S.A., 2005, p. 65, defiende que “*el principio de buena fe exige en los sujetos una positiva actitud de cooperación y generación de confianza*”.

<sup>190</sup> Vid *infra* “Deber de guardar secreto sobre la posible opa” para un análisis del deber de secreto acerca de la propia existencia de la operación y “Salvaguarda de la confidencialidad de la información suministrada” para un análisis del mismo respecto de la información privada de la sociedad que se comparta con terceros.

<sup>191</sup> Vid *infra* “Negociación y suscripción de acuerdos por cuenta de la sociedad afectada”.

<sup>192</sup> LÓPEZ MESA, M.J., “La doctrina de los actos propios y sus aspectos más relevantes”, *op. cit.*, p. 65, establece que el principio general de la buena fe condiciona el ejercicio de ciertos derechos reconocidos legislativamente a los particulares. SUÁREZ GONZÁLEZ, C., *Las fases de formación del Contrato. Valor y régimen jurídico*, Madrid: Dykinson, S.L., 2017, p. 21, distingue entre la cuestión del “*adecuado comportamiento de quienes participan en [los] tratos [preliminares]*” y la de “*la delimitación de aquellos casos en los que el desistimiento es plenamente lícito y conforme con la posibilidad que los contratantes tienen para decir (sic) en libertad la futura contratación*”.

fe<sup>193</sup>. Asimismo, el deber de buena fe frente a terceros coexistirá con el deber de diligencia de los administradores. Los actos de éstos habrán de ajustarse al parámetro del ordenado empresario, que establece un modelo de conducta aplicable también en la vertiente externa del ejercicio del cargo de administrador y, por tanto, en las relaciones de la sociedad con terceros.

#### 4.2. Deber de coherencia durante el transcurso de la opa

Cerramos este capítulo resaltando que la actuación de los administradores de la sociedad afectada en las distintas fases de una opa (incluyendo la fase de preparación o negociación) es decisiva pues predeterminará, o debería predeterminar, su conducta en fases posteriores de la operación. En efecto, el posicionamiento a favor (la “bendición”) de la opa por parte del órgano de administración de la sociedad afectada debería augurar una conducta favorable por parte de éste en lo que restase de proceso y, particularmente, la emisión de una opinión positiva sobre la opa en el preceptivo informe del consejo de administración. Carecería de lógica —a continuación sustituiremos “lógica” por estudio diligente y de buena fe desde la óptica del interés de la sociedad— rechazar u obstaculizar el desarrollo de una opa que, a la postre, los administradores acaban calificando como beneficiosa para sus destinatarios o, a la inversa, promover una oferta de la que finalmente se concluye que no debe emitirse una opinión favorable (todo ello, naturalmente, *ceteris paribus*).

Se exige por tanto un comportamiento coherente por parte de los administradores a lo largo de la operación, y de ahí la relevancia de sus actuaciones desde la fase inicial de ésta. Con comportamiento coherente no nos referimos aquí a la imposibilidad de retirarse unilateralmente de un contrato suscrito en la fase de negociación de la opa o de separarse de expresiones del consentimiento manifestadas tácitamente —imposibilidades que emanan directamente de la fuerza vinculante del contrato en cuestión o de la propia expresión del consentimiento, con independencia de su forma<sup>194</sup>—. Nos referimos a una actuación congruente, lógica, consecuente, estable, predecible, en todo lo concerniente a la valoración de la opa y la reacción frente a la misma, desde la posible intervención en la propuesta y adopción de medidas con capacidad de impedir el éxito de la opa hasta la preceptiva emisión del informe del consejo sobre la opa.

La exigencia de coherencia en cada etapa del proceso deriva, en primer lugar, del deber de lealtad de los administradores. El uso de la misma brújula —el interés social— durante todo el transcurso de la operación habría de conducir a conclusiones idénticas, *ceteris paribus*, sobre la idoneidad de la opa para la sociedad y sus accionistas. Esto, a su vez, debería derivar en actuaciones coherentes con tales conclusiones y, por tanto, coherentes entre sí. En segundo

<sup>193</sup> En este sentido, MONSALVE CABALLERO, V., “La buena fe como fundamento de los deberes precontractuales de conducta...”, *op. cit.*, p. 35, afirma que “la buena fe no es un fin en si mismo, sino un medio para encauzar la protección de determinados valores e intereses sociales”.

<sup>194</sup> DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *La doctrina de los actos propios...*, *op. cit.*, pp. 216 y ss.



lugar, la exigencia de congruencia emana del deber de diligencia de los administradores. Las notas implícitas en el parámetro del ordenado empresario (a saber, la profesionalidad, la prudencia, la información y el respeto por las normas aplicables<sup>195</sup>) suponen la obligación de los administradores de analizar adecuadamente los pros y contras de cada oportunidad o alternativa empresarial con carácter previo a su propuesta o decisión. La observancia de este deber llevará al órgano de administración a efectuar un ejercicio de valoración de la opa desde que tenga elementos de juicio suficientes (insistimos, *ceteris paribus*) para formarse una opinión sólida, certera y duradera al respecto. La necesaria coherencia entre los actos anteriores y ulteriores es por tanto un efecto de los deberes generales de los administradores en el ejercicio de sus cargos.

Además, el deber de coherencia es un efecto directo del deber de buena fe frente a terceros, pues preserva la confianza que legítimamente deposita cualquier sujeto en la sociedad afectada —o en sus administradores— con base en sus actos anteriores<sup>196</sup>. Así, los administradores de una sociedad afectada por una opa habrán de comportarse coherentemente en beneficio de oferentes y vendedores, reales o potenciales, con quienes estén tratando acerca de la opa, ya que éstos, con base en tales tratos, se formarán una determinada visión o unas determinadas expectativas acerca del comportamiento esperable de la sociedad afectada y sus administradores en relación con la opa.

A la vista de lo anterior, podemos establecer una relación de analogía entre el deber de coherencia de los administradores y la doctrina de los actos propios (*venire contra factum proprium non valet*). Muy sumariamente, esta doctrina se traduce en la obligación de comportarse coherentemente en el tráfico jurídico en favor de la seguridad de terceros cuyas actuaciones o expectativas estén basadas en, o de cualquier modo influidas por, conductas anteriores de la contraparte<sup>197</sup>. Esta doctrina es aplicable transversalmente en las distintas áreas del Derecho por su derivación inmediata del principio general de buena fe<sup>198</sup>. ¿Por qué establecemos una relación de analogía en lugar de afirmar que el deber de coherencia de los

---

<sup>195</sup> Para un breve apunte sobre cada una de estas notas, *vid supra* “Deber de diligencia”.

<sup>196</sup> En la misma línea, LÓPEZ MESA, M.J., “La doctrina de los actos propios y sus aspectos más relevantes”, *op. cit.*, p. 65, define el principio general de la buena fe como “un valladar que no puede traspasarse en algunos casos y un sendero sin retorno cuando se han creado expectativas en terceros, o se ha creado una apariencia de que se actuará de tal o cual manera en el futuro”.

<sup>197</sup> Al respecto, *vid* Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *La doctrina de los actos propios...*, *op. cit.*, *in totum*; LÓPEZ MESA, M.J., “La doctrina de los actos propios y sus aspectos más relevantes”, *op. cit.*, pp. 89 y ss.; JARAMILLO JARAMILLO, C.I., *La doctrina de los actos propios. Significado y proyección de la regla venire contra factum proprium en el ámbito contractual*, Madrid: La Ley, 2014; y ROGEL VIDE, C., “La doctrina de los actos propios en la última jurisprudencia civil española” en LÓPEZ MESA, M.J., ROGEL VIDE, C., *La doctrina de los actos propios. Doctrina y jurisprudencia*, *op. cit.*, pp. 207 y ss.

<sup>198</sup> Señala Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *La doctrina de los actos propios...*, *op. cit.*, pp. 200-201, por referencia al profesor de Castro y Bravo, que “todo el ordenamiento jurídico debe ser interpretado en armonía con el principio general [de buena fe]”.

administradores es una manifestación de la doctrina de los actos propios? Por los requisitos tradicionalmente exigidos por la jurisprudencia para la aplicabilidad de esta última, a saber: (i) que una persona haya realizado un acto previo válido, eficaz y jurídicamente relevante; (ii) que posteriormente la misma persona intente ejercitar un derecho subjetivo o una facultad, creando una situación litigiosa y formulando una determinada pretensión; (iii) que el acto previo y la pretensión posterior sean contradictorios; y (iv) que los actos reputados contradictorios hayan sido realizados por una persona con misma representación. Específicamente, en relación con el requisito segundo, se exige que las pretensiones contradictorias constituyan actos de voluntad (*i.e.*, expresiones de consentimiento) y obedezcan al fin o “designio” de crear, modificar o extinguir algún derecho<sup>199</sup>. La emisión de una opinión inesperadamente desfavorable sobre la opa, por ejemplo, no encajaría en el concepto jurídico de pretensión ni en la elaboración jurisprudencial del mismo, luego no le resultaría aplicable la doctrina de los actos propios. Sin embargo, la prohibición subyacente de no defraudar la confianza ajena con actuaciones contradictorias sí es trasladable al deber de coherencia de los administradores que invocamos en este apartado y, por ello, establecemos una relación analógica con la doctrina mencionada.

Por otra parte, en relación con el requisito cuarto de identidad de sujetos y representación, entendemos que no será exigible al administrador un deber de congruencia entre sus actuaciones como tal y sus actuaciones personales, en cualquier otra condición, respecto de la posible opa. Por ello defendemos que un administrador que sea titular de valores objeto de la opa podrá decidir si aceptar ésta o no en atención a sus propios intereses como destinatario de la misma, sin que se le imponga un deber de lealtad hacia el interés social ni un deber de congruencia con la opinión vertida en el informe del consejo. Igualmente, un administrador con acciones de la sociedad afectada podrá votar en la junta general convocada para decidir sobre medidas con capacidad de impedir el éxito de la opa en el sentido que considere oportuno para sí, sin que pueda exigírsele la consideración de los intereses del resto del accionariado en relación con la operación en cuestión<sup>200</sup>.

En igual sentido, el deber de coherencia de los administradores también puede ponerse en relación con otras teorías o principios jurídicos como los de apariencia y *pacta sunt servanda* o, por oposición, con la cláusula *rebus sic stantibus*, todos ellos encaminados a promover la seguridad jurídica (o, según otros autores, la paz jurídica y en última instancia la paz social)<sup>201</sup>.

---

<sup>199</sup> DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *La doctrina de los actos propios...*, *op. cit.*, pp. 257 y ss. En el mismo sentido, ROGEL VIDE, C., “La doctrina de los actos propios en la última jurisprudencia civil española”, *op. cit.*, p. 208, afirma que “no pueden tomarse, como actos propios, [...] las meras opiniones o las manifestaciones incidentales [...] o las simples expresiones de un deseo o proyecto”.

<sup>200</sup> *Vid infra* “Votación del accionista-administrador” e “Intención de los administradores de aceptar o no la opa”.

<sup>201</sup> JARAMILLO JARAMILLO, C.I., *La doctrina de los actos propios...*, *op. cit.*, pp. 48 y ss., se refiere expresamente al “apellidado deber de coherencia” y lo cimienta sobre los tres principios de Derecho romano

Por último, a nuestro juicio, este deber de coherencia cobra especial relevancia en el ámbito de las sociedades cotizadas, pues contribuye a fomentar la confianza de los inversores no solo en el tráfico económico sino, específicamente, en el funcionamiento eficiente de los mercados de valores y en la integridad de sus agentes. También es un factor relevante en el denominado mercado de control, ya que sirve como dinamizador de las operaciones de concentración con base en una reducción de los riesgos (y costes) asociados al estudio de potenciales operaciones y de la incertidumbre acerca del éxito del negocio proyectado<sup>202</sup>.

---

clásico de “no dañar a los demás”, “vivir honestamente” y “dar a cada uno lo suyo”, a los que define como “*el abecé del Derecho de todos los tiempos (ayer, hoy y mañana)*”.

<sup>202</sup> Es interesante la fundamentación económica que desarrolla JARAMILLO JARAMILLO, C.I., *La doctrina de los actos propios...*, op. cit., pp. 82 y ss., sobre la base principalmente de la mayor eficiencia de los comportamientos coherentes que de las conductas volubles, sorpresivas o contradictorias. Vid “Función económica del deber de pasividad” para un análisis de la consideración de la regla de pasividad como mecanismo de dinamización de las operaciones de control.

## **CAPÍTULO III. EL DEBER DE PASIVIDAD. ALCANCE TEMPORAL, SUBJETIVO Y OBJETIVO**

### **I. PLANTEAMIENTO**

El objeto de este capítulo es delimitar el alcance temporal, subjetivo y objetivo del deber de pasividad en el ordenamiento jurídico español. Se trata de interpretar esta norma no solo desde la perspectiva exegetica, sino también y fundamentalmente desde el punto de vista teleológico atendiendo a su significado, su fundamento, tanto jurídico como económico, y su naturaleza, todo ello examinado en el capítulo anterior. Así pues, a lo largo de este capítulo, será preciso tener en mente: (i) la opción por la atribución del poder societario a los accionistas y la equiparación del interés social con el accionarial, (ii) el doble propósito de la regla de pasividad de tutelar la propiedad privada de los destinatarios de la opa y de solucionar potenciales conflictos de interés de los administradores y (iii) su configuración como una obligación de no hacer dispensable *ex ante* por la junta general y como un deber autónomo coexistente con los deberes generales de los administradores. Solo así podrá interpretarse correctamente qué actuaciones recaen dentro del objeto de esta norma y quiénes son sus destinatarios.

Por otra parte, es necesario considerar los cuatro aspectos presentados en el primer capítulo de nuestro trabajo que, a nuestro juicio, están modulando la realidad societaria asumida a la hora de elaborar el modelo normativo europeo y, con ello, las exigencias actuales de los accionistas e inversores (esto es, de los beneficiarios del deber de pasividad). Estos aspectos son, primero, el creciente reclamo de capacidad de decisión *ex ante* de los accionistas de sociedades estadounidenses; segundo, la apatía racional de los accionistas minoritarios; tercero, la irrupción de accionistas activistas con ánimo de intervenir activamente en la gestión societaria; y, cuarto, la internalización de la base accionarial de las sociedades cotizadas como resultado de la globalización económica. La consideración de estos factores nos permitirá delimitar la actuación debida por los administradores de la sociedad afectada de forma que, sin dejar de observar rigurosamente la normativa aplicable, se maximice la satisfacción de los intereses del accionariado.

### **II. ALCANCE TEMPORAL DEL DEBER DE PASIVIDAD**

#### **1. Opciones normativas concedidas por la Directiva de Opas**

En línea con la configuración de la Directiva de Opas como una norma de mínimos, su artículo 9 estableció un periodo mínimo de vigencia del deber de pasividad que comenzaría con la

publicación de la decisión de presentar una opa y finalizaría, bien con la publicación de su resultado, bien con su caducidad. Dicho precepto no delimitó este periodo expresamente, sino por remisión a la primera frase del apartado primero del artículo 6 de la Directiva de Opas, según la cual “*los Estados miembros velarán por que se haga pública inmediatamente la decisión de presentar una oferta y se informe al respecto a la autoridad supervisora*”. Debe entenderse pues que el inicio del plazo de aplicación del deber de pasividad se producirá, a más tardar, cuando la decisión de formular una opa se haga pública.

Además, se concedió a los Estados miembros la facultad de adelantar el momento a partir del cual los órganos de administración o dirección de sus sociedades afectadas nacionales deberían observar el deber de pasividad<sup>1</sup>. A modo de ejemplo para orientar sobre el ejercicio de esta facultad, se señaló como posible desencadenante de la aplicación del deber de pasividad el momento en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tuviera conocimiento de la inminencia de la opa.

## 2. Significado del alcance temporal mínimo del deber de pasividad

El alcance temporal mínimo del deber de pasividad refleja el periodo mínimo en el que se considera que los intereses protegidos por esta norma (a saber, la propiedad privada de los destinatarios de la opa y la prevalencia de sus intereses en relación con la opa respecto de los de los administradores<sup>2</sup>) requieren una extraordinaria protección. Se considera pues que, desde el momento de publicidad de la opa, la tutela de los intereses de los destinatarios de la oferta debe ser reforzada más allá de la tutela ordinaria de los intereses de accionistas y obligacionistas. ¿Por qué desde este momento y no desde otro? Identificamos dos posibles motivos.

El primer motivo es que, desde el momento en que se publica la oferta, ésta deviene una oferta firme en el sentido civilista del término (más allá del proceso de autorización por el supervisor). Así sucede en el ordenamiento español y así puede deducirse de la Directiva de Opas, aunque ésta no lo recoja expresamente ni tampoco prevea la irrevocabilidad de la oferta a partir de ese momento. En efecto, desde ese momento, concurren la intención de obligarse, la inclusión de los términos esenciales de la oferta y la publicidad de la oferta, tal y como hemos argumentado en el primer capítulo de nuestro trabajo<sup>3</sup>. En resumen, el momento de publicidad de la opa es el momento en el que nace una oferta cuyo éxito pueden impedir los destinatarios del deber de pasividad y surgen unos destinatarios de la opa cuyos intereses debe protegerse.

---

<sup>1</sup> Vid supra “Cuestión previa: ley aplicable y autoridad competente”.

<sup>2</sup> Vid supra “Fundamento jurídico del deber de pasividad”.

<sup>3</sup> Vid supra “Concepto y notas características de la opa” para una explicación del cumplimiento de los requisitos de una oferta desde el momento de publicación del anuncio previo.

El segundo motivo que puede argüirse es que, desde el momento en que se publica la decisión de lanzar una opa, ésta se presume conocida por el público en general y por la sociedad afectada y sus administradores en particular. En puridad, el elemento cognitivo no debería determinar la entrada en vigor del deber de pasividad por la sencilla razón de que el alcance objetivo de este deber depende de la mera idoneidad objetiva de las actuaciones en cuestión para impedir el éxito de la opa, y no de la intención de los actores<sup>4</sup>. Siendo así, bien podrían los administradores de la sociedad afectada realizar actuaciones con dicha idoneidad antes de conocer la posible opa. Esta postura es coherente con la fijación del vencimiento del deber de pasividad: éste vence en el momento en que se publica el resultado de la opa (y, por tanto, las aceptaciones han devenido irrevocables y ya no hay lugar a la frustración o retirada de la opa) o la opa caduca (luego no hay opa cuyo éxito impedir)<sup>5</sup>. No obstante, prescindir del elemento cognitivo requeriría alterar el ordinario reparto de competencias entre los órganos de gobierno de la sociedad para reservar a la junta cualquier decisión capaz de impedir el éxito de cualquier potencial opa considerada en abstracto. No podría exigirse al órgano de administración que gestionara la sociedad en permanente consideración de riesgos absolutamente inciertos e hipotéticos; no podría exigirse ni tendría sentido empresarial que se exigiera, pues paralizaría por completo al órgano de administración (naturalmente, el impacto de una determinada decisión siempre podría afectar negativamente a una hipotética operación). El contenido de los deberes generales de diligencia y lealtad ya conlleva la consideración de según qué riesgos y la protección de según qué intereses que, a nuestro parecer, cubren los supuestos en que los administradores de la sociedad afectada aún no tengan conocimiento de la posible oferta.

### 3. Fundamento de la facultad de adelantar la entrada en vigor del deber de pasividad

La extensión del alcance temporal del deber de pasividad conllevaría la extensión del periodo de tutela de los intereses protegidos por esta norma. En consecuencia, a la facultad de adelantar la entrada en vigor del deber de pasividad subyace la teoría de que sus destinatarios pueden dañar los intereses protegidos con anterioridad al momento en que, por defecto, se ha fijado su entrada en vigor.

Esta previsión normativa trata de adecuar la regulación a la realidad en la que este tipo de operaciones se gesta. En la práctica en España, la mayoría de las opas objeto de estudio en este trabajo se han formulado previo acuerdo, negociación o contacto de algún tipo entre el oferente y la sociedad afectada, sus administradores o sus accionistas. Así, desde la transposición de la Directiva de Opas en 2007 hasta diciembre de 2018, se han autorizado

---

<sup>4</sup> *Vid infra* “Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa”.

<sup>5</sup> DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 533, se refieren a la publicación del resultado de la opa como el “*momento a partir del cual [...] desaparecen los peligros de una actuación del órgano de administración de la sociedad afectada dirigida a perturbar el normal desarrollo de la oferta*”.

sesenta y cuatro opas en España, de las cuales cinco fueron formuladas por la propia sociedad con el objetivo de reducir capital, generar liquidez o adquirir autocartera y veintiuna por la sociedad o algún accionista de referencia para la exclusión de negociación. De las treinta y ocho opas restantes, según la información pública disponible, treinta y una opas habían sido discutidas, negociadas o acordadas (más o menos “amistosamente”) con la sociedad afectada o sus accionistas antes de su lanzamiento. Estas negociaciones o contactos previos pueden producirse a instancia de cualquiera de las partes. Las opas gestadas desde dentro de la sociedad afectada se conocen habitualmente como opas “*solicited*”, siendo el resto, por diferencia, “*unsolicited*”<sup>6</sup>.

En las operaciones negociadas previamente, es habitual que el órgano de administración tenga conocimiento de la existencia de la operación o de la potencial operación con anterioridad a su anuncio al público (esto es, con anterioridad a la fecha máxima de entrada en vigor del deber de pasividad). La facultad de adelantar la entrada en vigor del deber de pasividad pretende vincular a sus destinatarios desde que conocen la posible opa. El momento de conocimiento de la opa sí es jurídicamente relevante a estos efectos, y debe serlo por los motivos expuestos en el apartado anterior: sí se puede exigir a los administradores que en sus decisiones valoren el impacto en una operación en potencia (esto es, incierta pero no irreal) de cuyas pretendidas características tienen conocimiento. Destacamos que, a nuestro juicio, lo anterior no debe interpretarse como la convicción de que, desde el momento en que los administradores conocen la posible opa, estarán en conflicto de interés o, incluso, tendrán intención de frustrarla: ya nos hemos manifestado en contra de una presunción generalizada de esta naturaleza y también debe tenerse en cuenta que el ámbito objetivo del deber de pasividad omite la consideración de todo elemento intencional y de culpa subjetiva.

#### 4. Opción normativa elegida en España. Ventajas e inconvenientes

Al transponer esta norma, el legislador reglamentario español optó por restringir el plazo del deber de pasividad al mínimo permitido por la Directiva de Opas, de tal manera que en España regirá desde la publicación del anuncio previo de la opa por el oferente hasta la publicación de su resultado<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Vid *infra* “Involucramiento de los administradores de la sociedad afectada en la preparación de una posible opa” para un análisis de las principales alternativas de planteamiento de una opa y de los supuestos en que se solicita la involucración de los administradores de la sociedad afectada.

<sup>7</sup> De conformidad con el artículo 16 del RD de Opas, el anuncio previo debe publicarse, en el caso de opas voluntarias, tan pronto como el oferente haya adoptado la decisión de formular la opa y se haya asegurado de la posibilidad de hacer frente a su contraprestación íntegra y, en el caso de opas obligatorias o tomas de control sobrevenidas, tan pronto como el oferente entre en el supuesto en cuestión. Vid JIMÉNEZ-BLANCO, G., “Artículo 16. Anuncio de la oferta” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, op. cit.*, pp. 386 y ss. Además, conforme al citado precepto, el anuncio previo debe publicarse en los términos del artículo 82 de la LMV (hoy sustituido por los artículos 17 del Reglamento de Abuso de Mercado y 226 del TRLMV). En efecto, la preparación de una opa, en tanto no se haya hecho pública, tiene el carácter de información

Con anterioridad a la transposición de la Directiva de Opas, el RD 1197/1991 limitaba la actuación de los administradores desde la publicación de la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores de la sociedad afectada que acordaba la CNMV una vez recibida la solicitud de autorización de la opa del oferente. Aunque cada régimen se refiera a un momento distinto del proceso de autorización de la oferta, el criterio delimitador no deja de ser el mismo: el momento en que se entiende indiscutible que existe una oferta y que el órgano de administración de la sociedad afectada la conoce. Debe tenerse en cuenta que la regulación anterior no preveía la publicación de un anuncio previo y, de hecho, en el régimen actual nada impide que junto con el anuncio previo el oferente presente directamente la solicitud de autorización.

Sin perjuicio de estos antecedentes y de la opción elegida en España, es de destacar que, en el Proyecto de RD de Opas sometido al trámite de audiencia pública el 20 de abril de 2007, se proponía extender el ámbito temporal del deber de pasividad de tal forma que entrara en vigor *“desde el momento en que los referidos órganos o sus miembros tengan conocimiento de la oferta, si ese conocimiento fuera anterior al anuncio público de la oferta”*<sup>8</sup>.

En el panorama comparado se observan las dos alternativas permitidas por la Directiva de Opas. Así, los ordenamientos inglés y sueco, más liberales, adelantan el inicio del deber de pasividad al momento en que los administradores de la sociedad afectada tienen motivos para creer que se va a formular una opa sobre la sociedad, mientras que los ordenamientos francés y alemán, más proteccionistas, únicamente imponen el deber de pasividad desde la publicación de la decisión de formular la opa<sup>9</sup>. Ninguna opción es jurídicamente perfecta, cada una presenta unas ventajas de las que carece la contraria que a continuación analizamos desde la perspectiva de la elección española.

---

privilegiada por reunir la capacidad de influir en el precio de los valores en cuestión y la probabilidad de motivar las decisiones de inversión de un inversor razonable. La propia Directiva de Opas así lo apunta en el considerando 12. Desde el 3 de julio de 2016, la difusión de información privilegiada se rige por el Reglamento de Abuso de Mercado, conforme al cual tal difusión debe efectuarse *“tan pronto como sea posible [...] de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por el público y, en su caso, por el mecanismo designado oficialmente”*. En España, la información privilegiada se ha difundido hasta la fecha a través de hechos relevantes publicados en la página web de la CNMV y en la página web del emisor. En noviembre de 2018, mediante el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, se introdujo en el TRLMV la distinción entre información privilegiada e información relevante (que había sido suprimida en el Reglamento de Abuso de Mercado), de manera que la información privilegiada, aunque se sigue comunicando a la CNMV por la misma vía, ya no se denomina información relevante ni se publica conjuntamente en la sección de hechos relevantes. La información se presume conocida —por ser susceptible de ser conocida— desde el momento de su publicación.

<sup>8</sup> El Proyecto está disponible en <http://www.tesoro.es/sites/default/files/leyes/pdf/SLEG3446.pdf> [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

<sup>9</sup> El alemán también respecto del deber de pasividad en su modalidad “por defecto”, que es menos restrictiva que la regulación comunitaria (*vid supra* “El deber de pasividad en el ordenamiento alemán”).



En primer lugar, la opción española otorga seguridad jurídica al delimitar con claridad el periodo de duración del deber de pasividad<sup>10</sup>. El momento en que “*el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la OPA*” es impreciso por cuanto todos sus componentes son indeterminados y graduables. Primero, los órganos colegiados no conocen en sentido estricto; conocen sus miembros y éstos, reunidos, pueden dar al órgano por enterado<sup>11</sup>. ¿Se exige por tanto que el órgano haya tomado razón de la información en presencia de todos sus miembros? ¿De la mayoría? ¿O es suficiente que conozcan algunos, la mayoría o todos los miembros sin haber tomado razón como órgano colegiado? El conocimiento, por su parte, incluye entre sus acepciones la de “noción, saber o noticia elemental de algo” (tercera acepción de conocimiento, según nos indica la Real Academia Española). ¿Se exige certeza sobre la futura formulación de la opa o, en el extremo opuesto, bastaría con un mero rumor? Parece que la respuesta más sensata estaría a caballo entre ambas alternativas, pero el punto exacto es incierto. Por último, la inminencia de la oferta implica que ésta vaya a anunciarse? con prontitud. ¿Cómo se traduce este concepto en el tiempo?

Ante estas indeterminaciones jurídicas, los ordenamientos que han optado por adelantar la vigencia del deber de pasividad han introducido diversos criterios para tratar de proporcionar más luz y claridad. A modo de ejemplo, se considera que los administradores de sociedades suecas tienen motivos para creer que se va a formular una opa sobre la sociedad cuando se ha recibido información razonablemente específica sobre la potencial opa y el oferente parece disponer de recursos suficientes para financiarla. A los administradores de sociedades británicas en cambio se les impone el deber de pasividad cuando aprecien la buena fe y la inminencia de la posible oferta. Siendo válido cualquiera de ellos, estos criterios no dejan de ser igual de jurídicamente indeterminados y de exigir una valoración de las circunstancias caso por caso que no otorga la misma certeza que la fijación de un momento exacto e invariable como es la publicación del anuncio previo.

La segunda ventaja de la opción normativa elegida por el legislador español es que limita el alcance de una norma atípica que subvierte el ordinario reparto de competencias entre los órganos de gobierno de la sociedad afectada. Las opas son de por sí procesos dilatados en el tiempo que inevitablemente trastocan el funcionamiento de las sociedades afectadas. Por ello, la interpretación o aplicación extensiva de sus normas debe valorarse con cautela. Con carácter general, la interpretación extensiva de una norma garante de un derecho, como es el derecho de los accionistas de decidir sobre la idoneidad de la oferta, estaría permitida e incluso justificada.

---

<sup>10</sup> En esta línea, en GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, pp. 620-622; y FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada”, *op. cit.*, pp. 520-521.

<sup>11</sup> En sentido análogo, LANGWOORT, D., “Agency Law inside the Corporation: Problems of Candor and Knowledge”, *University of Cincinnati Law Review* 71, pp. 1187 y ss., afirma que las sociedades no pueden conocer; distintos sujetos conocen distintas piezas de información que conjuntamente forman la verdad.

Ahora bien, debe tenerse en cuenta que el deber de pasividad entraña unas limitaciones al desarrollo ordinario del negocio que no necesariamente redundan en beneficio de los accionistas. En consonancia con este planteamiento, la Directiva de Opas establece como principio general que la sociedad no debe ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta (artículo 3.1.f)) y señala la necesidad de fijar plazos para limitar su duración en el tiempo (considerando 8).

Sin perjuicio de lo anterior, la opción por la seguridad jurídica y la prolongación del funcionamiento ordinario de la sociedad comporta a nuestro juicio un inconveniente notable: la ausencia de regulación específica de la actuación de los administradores desde que tienen conocimiento de la posible opa hasta que ésta se anuncia al público (o se descarta). Esta laguna es especialmente problemática pues, como hemos señalado anteriormente, la gran mayoría de las opas formuladas en España son negociadas o acordadas entre el oferente y la sociedad afectada o sus accionistas con anterioridad a su comunicación al mercado. Hemos establecido que, en este estadio, con un negocio jurídico razonablemente concreto en el horizonte, ya puede tener sentido limitar la actuación de los administradores en beneficio de los potenciales destinatarios de la opa (es decir, ya puede aducirse la necesidad de extraordinaria protección de sus intereses y de su derecho a la propiedad privada). Los motivos que justificarían esta postura ya han quedado expuestos. A modo de síntesis, el primero es que existe un tipo de supuesto en el que el deber de pasividad y el deber de lealtad aconsejarían una actuación distinta por los administradores: ante una posible opa perjudicial para los accionistas, el deber de lealtad de los administradores les llamaría a impedir el éxito de la opa mientras que el deber de pasividad, de estar vigente, les impediría impedirla (valga la redundancia) sin el previo consentimiento de los accionistas. El segundo motivo, íntimamente conectado con el anterior, es que el deber de pasividad atribuye a los destinatarios de la oferta la decisión sobre la idoneidad de la opa, decisión que cada uno puede adoptar en función de sus propios intereses. La consideración de una opa como perjudicial para los accionistas quedaría por tanto sujeta al criterio último de éstos, y no al de los administradores. Ello garantiza que sean los propios interesados quienes juzguen su interés e impide que potenciales conflictos de interés mermen o anulen esta facultad. Y el tercer motivo es que el deber de lealtad no se impone *vis-à-vis* los titulares de valores distintos de acciones de la sociedad afectada<sup>12</sup>.

En vista de lo anterior, el objetivo del siguiente capítulo es averiguar si las normas reguladoras de las principales actuaciones de los administradores de una sociedad potencialmente afectada por una opa son suficientes para tutelar los intereses en juego. En particular, trataremos de identificar las herramientas jurídicas que permiten que, en la fase preparatoria de una opa y anterior a la entrada en vigor del deber de pasividad, se tutele la propiedad privada de los destinatarios de la opa y se neutralicen los conflictos de interés de los

---

<sup>12</sup> Vid *supra* “Autonomía del deber de pasividad”.

administradores (o imputables a ellos), es decir, las herramientas de protección del bien jurídico protegido por el deber de pasividad. Anticipamos nuestras conclusiones: la ausencia de una regulación específica no supone una ausencia de regulación total ni una total desprotección de los intereses en juego. La actuación de los administradores en este estadio deberá regirse por la normativa societaria general con las particularidades recogidas en la normativa de opas respecto a la fase de preparación y negociación de estas operaciones, así como otras normas derivadas del Derecho de los mercados de valores<sup>13</sup>. En circunstancias ideales, el resultado de aplicar uno u otro régimen no debería distar excesivamente por cuanto el deber de pasividad y el deber general de lealtad aspiran a tutelar unos intereses cuasi-idénticos y, además, el Derecho de los mercados de valores se encarga de la protección de los inversores en su conjunto (sean accionistas u obligacionistas). Por tanto, las bondades de otorgar seguridad jurídica y de maximizar el periodo de normal funcionamiento de la sociedad afectada nos parecen superiores que los riesgos derivados de la ausencia de regulación específica.

### III. ALCANCE SUBJETIVO DEL DEBER DE PASIVIDAD

De conformidad con la Directiva de Opas, el deber de pasividad recae sobre “*el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada*”, expresión que abarcará tanto al órgano de gestión como al de supervisión en el caso de sociedades regidas por un sistema de administración dual (apartados segundo y sexto del artículo 9).

Al transponer la norma, los Estados miembros tuvieron que adaptar la formulación del alcance subjetivo de la regla de pasividad a sus respectivas realidades societarias nacionales. En España, el legislador mantuvo la redacción comunitaria, imponiendo el deber de pasividad a “*los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada*”, pero extendió su aplicación a los referidos órganos de las sociedades pertenecientes al grupo de la afectada y a los consejos de control de las sociedades con un sistema de administración dual (artículo 134 del TRLMV<sup>14</sup>). Además, al desarrollar reglamentariamente el deber, se amplió de nuevo su alcance para incluir a (i) cualquier órgano delegado o apoderado de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada, (ii) los miembros de cualquier órgano vinculado por el deber de pasividad, (iii) las sociedades pertenecientes al grupo de la afectada —frente a sus órganos de administración y dirección exclusivamente— y (iv) cualquiera que pudiera actuar concertadamente con cualquier persona u órgano sujeto al citado deber (artículo 28.1 del RD de Opas). Estudiamos a continuación la aplicación o aplicabilidad del deber de pasividad a cada uno de estos grupos de sujetos.

---

<sup>13</sup> Entre otras, las particularidades relativas al suministro de información a los potenciales oferentes y al pago de comisiones de ruptura y la normativa de abuso de mercado que tratamos en el capítulo siguiente.

<sup>14</sup> Artículo 60 *bis* de la antigua LMV.

## 1. Los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada

Tanto el artículo 134 del TRLMV como el artículo 28 del RD de Opas someten al deber de pasividad a “*los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada*”. En nuestra opinión, la referencia a los órganos de dirección de la sociedad afectada únicamente alude a los órganos de dirección de las sociedades anónimas europeas con sistema dual, sin pretender vincular a los comités de dirección u otros comités de naturaleza inorgánica formados por miembros del equipo directivo de la sociedad afectada<sup>15</sup>. Dos argumentos soportan esta tesis.

Desde un punto de vista puramente formal, nótese que la versión inglesa del artículo 9.1 de la Directiva de Opas se refiere exclusivamente al “*board of the offeree*”, la versión italiana al “*organo di amministrazione*” y la portuguesa al “*órgão de administração*”. Por su parte, las versiones de la Directiva de Opas que mencionan tanto al órgano de administración como al de dirección los vinculan por medio de la conjunción “o” (“o” en la española, “ou” en la francesa y “*btw*” alemana), que necesariamente ha de tener valor disyuntivo puesto que las sociedades tienen, bien un órgano de administración en el caso de administración monista, bien un órgano de dirección y un órgano de vigilancia en el caso de administración dualista, y este último supuesto ya es objeto de regulación separada.

Desde el punto de vista sustantivo, el alcance objetivo del deber de pasividad, que desarrollaremos más adelante<sup>16</sup>, excluye de su ámbito subjetivo a cualquier sujeto distinto del órgano de administración y sus órganos delegados. En efecto, las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa son materias reservadas a la junta o al consejo de administración de la sociedad, ya sea por el reparto de competencias establecido legalmente o por la necesaria materialidad de la actuación y de su impacto en la sociedad<sup>17</sup>. De ahí que carezca de sentido considerar aplicable el deber de pasividad a comités inorgánicos compuestos por directivos no consejeros de la sociedad afectada.

## 2. Los órganos delegados o apoderados

El artículo 28.1 del RD de Opas somete al deber de pasividad a cualquier órgano delegado o apoderado de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada (que aquí reformulamos como el órgano de administración de la sociedad afectada o su órgano de dirección en el caso de que se trate de una sociedad anónima europea con sistema dual<sup>18</sup>).

---

<sup>15</sup> En España, solo pueden optar por un sistema de administración dual las sociedades anónimas europeas. En tal caso, existirá un órgano de dirección responsable de la gestión y representación de la sociedad y un órgano de vigilancia o control que controlará la gestión encomendada al órgano de dirección y podrá someter a su autorización previa determinadas operaciones de la dirección. En esta línea, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 622.

<sup>16</sup> *Vid infra* “Alcance objetivo del deber de pasividad”.

<sup>17</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 623.

<sup>18</sup> *Vid supra* “Los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada”.

Como hemos indicado, las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa son materias reservadas a la junta o al consejo de administración de la sociedad, y ello sin perjuicio de las facultades de delegación y subdelegación previstas legalmente. Naturalmente, determinadas materias reservadas a la junta pueden ser, a discreción de la propia junta, objeto de delegación en el consejo de administración con facultades de subdelegación en sus miembros. Del mismo modo, el órgano de administración puede delegar sus propias competencias (exceptuando evidentemente las indelegables) en sus órganos delegados, y puede también subdelegar en ellos las facultades que le hayan sido delegadas por la junta general y respecto de las que se haya autorizado expresamente la subdelegación. Ahora bien, es preciso distinguir entre la delegación de la adopción del acuerdo y la de su mera ejecución. La toma de decisiones debe conservarse dentro de la estructura orgánica de la sociedad. El propio artículo 529 *ter* de la LSC define las facultades indelegables previstas en el artículo 249 *bis* de la misma ley como las “*facultades de decisión*”. Por tanto, las materias reservadas a la junta o al consejo únicamente podrán ser acordadas, según sea el caso, por la junta, por el consejo o por los órganos delegados de éste (esto es, las comisiones ejecutivas o los consejeros delegados)<sup>19</sup>. Cuestión distinta es la mera ejecución de un acuerdo, que sí podría encomendarse a terceros ajenos a la estructura orgánica de la sociedad por la vía del apoderamiento o representación voluntaria<sup>20</sup>.

En consonancia con lo anterior, parece acertado extender el deber de pasividad a los órganos delegados del órgano de administración de la sociedad afectada, por cuanto podrían adoptar una decisión entorpecedora de la opa con base en una delegación o una subdelegación de facultades previa. Por contra, siguiendo este mismo razonamiento, la extensión del deber a meros apoderados carece de sentido<sup>21</sup>. Podría pensarse que esta regla sirve para frenar la

---

<sup>19</sup> Los artículos de la LSC relativos a la delegación de facultades de la junta general se refieren expresamente a su delegación en los administradores, pero no prevén la posibilidad de apoderamiento a terceros (en particular los artículos 297, 506 y 511). Igualmente, de conformidad con el artículo 249 de la LSC, la delegación de las facultades del consejo únicamente cabe en las comisiones ejecutivas o los consejeros delegados designados por el propio consejo de entre sus miembros. Esta restricción debe también entenderse aplicable a la subdelegación de las facultades delegadas por la junta respecto de las cuales la junta hubiera autorizado expresamente la subdelegación (artículo 249 *bis* de la LSC). Sobre la representación orgánica y voluntaria en el marco de una sociedad, *vid* MARTÍNEZ SANZ, F., “Régimen interno y delegación de facultades en el consejo de administración de la sociedad anónima” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, *op. cit.*, pp. 1739 y ss.; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J.A., “La delegación de facultades por el consejo de administración en la sociedad anónima” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, *op. cit.*, pp. 1819-1841; y MARTÍNEZ GUTIÉRREZ, A., *La representación orgánica y voluntaria en las sociedades de capital (Delimitación y concurrencia)*, Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España de Bolonia (Cometa, S.A.), 2005, pp. 85 y ss.

<sup>20</sup> Como de hecho se hace habitualmente al apoderar, por ejemplo, al secretario no consejero para la ejecución de los acuerdos adoptados por el consejo de administración. En esta línea se expresa GALLEGO SÁNCHEZ, E., *El Director General de las Sociedades Anónimas y de Responsabilidad Limitada*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 10517/2011) el 12 de diciembre de 2017].

<sup>21</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 624.

ejecución de acuerdos pendientes de implantación que requieran de la ratificación de la junta general (artículo 28.2 del RD de Opas) sin necesidad de instrucción expresa en tal sentido por parte de un órgano sujeto al deber de pasividad —imaginemos la adquisición o enajenación de un activo esencial cuyos términos y condiciones ya hayan sido acordados y tan solo esté pendiente la suscripción del contrato y las actuaciones de cierre—. Ahora bien, consideramos que los administradores tienen la obligación de emitir una instrucción al respecto con base en sus deberes de vigilancia de la ejecución de sus delegaciones o apoderamientos<sup>22</sup>. El riesgo de hacer recaer la regla de pasividad sobre los apoderados radica en que se les traslada la carga de valorar la capacidad de la ejecución del acuerdo en cuestión para impedir el éxito de una opa con independencia de las instrucciones recibidas. Además, en caso de que su conclusión difiera de la de los administradores, se les coloca en la disyuntiva entre cumplir una orden recibida con la convicción de que es contraria al interés de los destinatarios de la opa (de obligada salvaguarda) o bien incumplir la orden recibida en pos del interés social. Atribuir esta responsabilidad a un alto directivo no debería plantear mayor problema, por cuanto la promoción del interés social es en cierto modo inherente a su cargo<sup>23</sup>, pero parece excesivo en el caso de un mando intermedio encargado de la mera ejecución de instrucciones recibidas. Naturalmente, en caso de incumplimiento del órgano de administración de su obligación de impartir instrucciones, el apoderado se enfrentaría a la misma tesitura, si bien solo podría exigírsele la responsabilidad propia de su cargo en atención al mandato recibido<sup>24</sup>,

---

<sup>22</sup> En este sentido se expresó ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “Las ofertas públicas de adquisición de valores en el Derecho español”, *BBTC*, 1994, p. 50, añadiendo que los administradores serían responsables de los apoderados generales u otras figuras de representación voluntaria.

<sup>23</sup> De hecho, desde la reforma de la LSC en 2014, los deberes y responsabilidades de los administradores son aplicables al más alto directivo de la sociedad cuando no exista delegación permanente de facultades del consejo en uno o varios consejeros delegados (artículo 236.4). Este precepto, que pretende equiparar el estatuto del alto directivo al del administrador, impone al alto directivo los deberes de diligencia y lealtad para con la sociedad y, en definitiva, el deber de velar por el interés social. Y siendo así, se entiende que también debieran estar protegidos por el principio de discrecionalidad empresarial o *business judgement rule* recogido en el artículo 226 de la LSC. Vid SÁNCHEZ CERBÁN, A., “Responsabilidad y deberes de los altos directivos a la vista del nuevo artículo 236.4 LSC”, *RMV* 18, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 8294/2016) el 7 de diciembre de 2017]. El Informe Aldama ya recomendó extender el ámbito subjetivo de los deberes de lealtad, entre otros, a los altos ejecutivos de la sociedad, aunque no ostentasen la condición de consejeros. También ha considerado muy similares las funciones del equipo directivo a las del órgano de administración GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad. Solidaridad: artículos 236 y 237. Otras acciones por infracción del deber de lealtad: artículos 227.2 y 232” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital...*, op. cit., pp. 328-329. La doctrina entiende no obstante (y pese a la redacción del artículo 236.4 de la LSC) que el régimen de responsabilidad de los administradores no es aplicable a directivos o apoderados como regla general, sino como excepción cuando se acredite que el directivo o apoderado ejercía *de facto* como administrador social (GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, op. cit., pp. 317-318; MARTÍNEZ SANZ, F., BARTLE, M., “Los administradores responsables” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 6ª edición, op. cit., pp. 90-94).

<sup>24</sup> BERROCAL LANZAROT, A.I., “La responsabilidad civil de los administradores sociales”, *Actualidad Civil* 16, *Sección Informe de Jurisprudencia*, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 9757/2010) el 7 de diciembre de 2017] escribe que “[d]e nombrarse apoderados voluntarios por

atribuyéndose al órgano de administración la responsabilidad por no haber emitido instrucciones expresas a tiempo (*culpa in vigilando*) y, en definitiva, como último responsable de la gestión de la sociedad<sup>25</sup>.

### 3. Los miembros de los órganos sujetos al deber de pasividad

El artículo 28.1 del RD de Opas extiende el deber de pasividad a cada uno de los miembros de los órganos sujetos al mismo. Esta extensión supone una novedad respecto de la regulación comunitaria y respecto del régimen español anterior a la entrada en vigor de la Directiva de Opas.

Las materias reservadas a los órganos de gobierno o a sus órganos delegados no son susceptibles de ser acordadas por sus miembros actuando individualmente, sino que exigen de un acuerdo adoptado por el órgano colegiado<sup>26</sup>. Excepcionalmente, un consejero puede adoptar una decisión respecto de una materia reservada a la junta general, delegada en el consejo y subdelegada en él. No obstante, no estaría decidiendo como miembro individual del consejo de

---

*los administradores, éstos no dejan de ser responsables en virtud de tal delegación —pues les siguen correspondiendo las funciones de administración de la sociedad—, y, en cualquier caso, su responsabilidad puede, asimismo, derivar de una eventual «culpa in vigilando» o «in eligiendo» del administrador, o por la omisión en el ejercicio de sus facultades de control. La responsabilidad del apoderado será la de un mandatario.*” En la misma línea se pronuncia PARRA LUCÁN, M.A., “Responsabilidad civil de los administradores de sociedades”, *Práctica de Derecho de Daños* 67, Sección Estudios, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 41475/2008) el 7 de diciembre de 2017]. La jurisprudencia también ha dictaminado que las relaciones de los apoderados que actúen sobre la base de instrucciones recibidas (esto es, respecto de los cuales no quede acreditada la condición de administrador de hecho) se regirán por las normas del mandato (SSTS (Sala de lo Civil) 803/2001 de 30 de julio (La Ley 153523/2001) y 222/2004 de 22 de marzo (La Ley 12425/2004)). Respecto de los altos directivos, sin perjuicio de lo previsto en el artículo 2.1 del Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección, según el cual la autonomía y responsabilidad del personal de alta dirección están “*limitadas por los criterios e instrucciones directas emanadas de la persona o de los órganos superiores de gobierno y administración de la entidad que respectivamente ocupe aquella titularidad*”, algunos autores entienden que los directivos podrían, o incluso deberían, oponerse a las instrucciones recibidas y negarse a seguirlas cuando las consideren lesivas para el interés social. En este sentido, *vid* GALLEGO SÁNCHEZ, E., *El Director General de las Sociedades Anónimas y de Responsabilidad Limitada*, *op. cit.*

<sup>25</sup> Así lo ha considerado el Tribunal Supremo en repetidas ocasiones. Entre muchas otras, *vid* SSTS (Sala de lo Civil) 222/2004 de 22 de marzo (La Ley 12425/2004) y de 7 de junio de 1999 (La Ley 8623/1999). La doctrina encuadra el deber de vigilar en el deber de diligencia de los administradores. *Vid* SERRANO CAÑAS, J.M., “La incorporación de la *Business Judgement Rule* al Derecho español: el proyectado art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital”, *La Ley Mercantil* 6, Sección Sociedades, 2014 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 5748/2014) el 13 de diciembre de 2017]; HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber de diligencia: artículo 225”, *op. cit.*, pp. 73-74; RIBAS FERRER, V., “Artículo 225. Deber de diligente administración”, *op. cit.*, pp. 1617 y ss., que atribuye a los administradores un deber de vigilancia del comportamiento de los administradores y altos directivos en el marco de su deber de diligencia; LLEBOT MAJO, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, *op. cit.*, pp. 49 y ss.; y PARRA LUCÁN, M.A., “Responsabilidad civil de administradores de sociedades” en AA.VV., *Tratado de Responsabilidad Civil* (coord. Reglero Campos, F.), 3ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2006, p. 1547.

<sup>26</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 392-394.

administración, sino como un representante orgánico de la sociedad, y, al contrario, al decidir individualmente no estaría investido de ningún poder orgánico de representación<sup>27</sup>. Hemos establecido en el apartado anterior que el órgano de administración en pleno tiene la obligación de impartir instrucciones respecto de las facultades que haya delegado en terceros como parte de su deber de vigilancia. Sin perjuicio de ello, parece razonable exigir de cada consejero la capacidad de juicio necesaria para determinar la idoneidad de cada actuación en él delegada de impedir el éxito de la opa en vuelo.

Además, entendemos que la sujeción al deber de pasividad de los miembros de cualquier órgano vinculado por tal deber pretende guiar la actuación de cada uno de ellos en la formación de la voluntad del órgano colegiado. En efecto, la voluntad del órgano colegiado no es sino la suma de las voluntades de sus miembros; de ahí que de una infracción del órgano de administración puedan responder sus miembros personalmente (artículo 237 de la LSC). En la formación de tal voluntad, como en el desempeño de todas sus funciones, cada uno de los administradores de la sociedad está individualmente vinculado por todos los deberes inherentes a su cargo, como son los deberes generales de diligencia y lealtad o el deber especial de pasividad. Cada administrador deberá adecuar su conducta a las normas de comportamiento que le son exigibles y atender especialmente a las circunstancias extraordinarias que le rodeen a él y a la sociedad para determinar qué actuaciones puede llevar a cabo con arreglo no solo al deber de pasividad sino, también, a su deber de lealtad para con los intereses de los accionistas.

#### **4. Las sociedades del grupo de la sociedad afectada**

De conformidad con lo previsto en el artículo 134 del TRLMV, el deber de pasividad recae también sobre los órganos de administración o dirección de las sociedades del grupo de la sociedad afectada. El artículo 28 del RD de Opas hace una mención más genérica refiriéndose a las propias sociedades del grupo. En la medida que las actuaciones obstaculizadoras de una opa son, como hemos visto, competencia de la junta general o del órgano de administración de una sociedad, parece más acertada la redacción del TRLMV.

La inclusión de las sociedades del grupo probablemente trae causa del régimen español anterior a la entrada en vigor la Directiva de Opas. El artículo 14.2 del RD 1197/1991 extendía las limitaciones aplicables al órgano de administración de la sociedad afectada a las sociedades del grupo de la sociedad afectada y a quienes pudieran actuar concertadamente con ésta.

Esta norma pretende evitar la adopción de medidas defensivas a través de filiales o sociedades controladas por la sociedad afectada que, como tales, no constituyan unidades de

---

<sup>27</sup> JUSTE MENCÍA, J., “Limitaciones al poder de representación del factor en el giro o tráfico del establecimiento. Actuación del administrador societario en calidad de factor” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, op. cit., p. 1376.



decisión autónomas<sup>28</sup>. *A priori*, esta extensión del deber de pasividad se justifica por dos motivos. Primero, es frecuente que administradores de la sociedad matriz o dominante lo sean también en otras sociedades del grupo, y el hecho de que éstos pudieran valerse de otros cargos para obstaculizar una opa formulada sobre aquélla vaciaría de contenido el deber de pasividad. Segundo, no es extraño presuponer que el lanzamiento de una opa sobre la matriz de un grupo pueda generar un conflicto de interés para los administradores de las sociedades del grupo, sean o no administradores de la sociedad afectada, de la misma naturaleza que los que puedan tener los de la propia sociedad afectada. El mecanismo de abstención se presentaría también en este caso como herramienta para solventar tal conflicto de interés.

No obstante, la extensión del deber de pasividad a las sociedades participadas no es coherente con su estructura y organización, pues somete la actuación de los órganos de una sociedad a la previa autorización de la junta general de otra<sup>29</sup>. Siendo así, en el caso de que la sociedad participada desee *motu proprio* llevar a cabo una actuación con capacidad de impedir el éxito de la oferta, sea o no con el ánimo de impedirla, ¿cómo debe recabar la preceptiva autorización de los socios de su accionista de control? El ordenamiento societario no le otorga las herramientas necesarias al efecto, pues la convocatoria de una junta general naturalmente no puede dejarse en manos de terceros ajenos a la sociedad. Así, la obligación de recabar tal autorización carece de un sistema de *enforcement* privado y tan solo sería objeto de supervisión y sanción por parte de la administración pública (aunque, veremos más adelante, la redacción de la norma al efecto no es afortunada<sup>30</sup>). En sentido inverso, en el caso de que la sociedad afectada desee que la participada implemente una medida defensiva autorizada por la junta general, ¿cómo vincula una autorización en ese sentido a la propia sociedad participada? Si la adopción de la medida defensiva en cuestión es competencia de la junta general de la participada, la sociedad afectada podrá acordarla emitiendo su voto favorable en sede de junta general de la sociedad participada, siempre que disponga de la mayoría suficiente al efecto. Si, por el contrario, la adopción de la medida defensiva compete al órgano de administración de la sociedad participada, éste deberá valorar la idoneidad de la medida en atención al interés social de la sociedad que administra y con independencia de criterio respecto de las instrucciones o

---

<sup>28</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 623.

<sup>29</sup> La redacción del artículo 28 del RD de Opas no especifica qué junta general debe autorizar la adopción de medidas defensivas por parte de una participada por la sociedad afectada. Atendiendo al fundamento del deber de pasividad (*i.e.*, proteger el interés de los destinatarios de la opa y salvaguardar su derecho a decidir sobre la idoneidad de la misma), parece lógico que se trate de la junta general de la sociedad afectada por la opa. *Vid supra* “Fundamento jurídico del deber de pasividad”. Respecto de la preceptiva autorización ajena, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 392-393, indica que los acuerdos de la junta general de la sociedad afectada vinculan a la sociedad del grupo solo en cuanto socio, pero no pueden producir efectos respecto a los actos de los órganos de las sociedades pertenecientes al grupo.

<sup>30</sup> Ante la imposibilidad de convocar junta, algunos autores sugieren la obligación de permanecer inactivos (GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, *op. cit.*, p. 500). *Vid infra* “Alcance subjetivo: sujeción de los administradores de la sociedad afectada”.

vinculaciones con terceros (artículo 228.d) de la LSC)<sup>31</sup>, de lo que podría resultar la negativa de la sociedad participada a adoptar una medida defensiva que, desde su perspectiva, venga impuesta únicamente por un accionista mayoritario<sup>32</sup>.

Podría pensarse que, desde la perspectiva del Derecho de grupos, la extensión del deber de pasividad a las sociedades participadas protege a sus accionistas minoritarios frente a posibles decisiones adoptadas únicamente en aras del interés del accionista de control o del llamado interés del grupo. En efecto, la facultad de la sociedad dominante de influir en las decisiones de las sociedades de su grupo es inherente a la propia definición de grupo, basada en la existencia de control y siendo éste presumible cuando la sociedad dominante posea la mayoría de los derechos de voto o pueda disponer de ellos en virtud de acuerdos celebrados, o cuando tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración o la haya designado en el momento de formulación de las cuentas anuales (artículo 42 del Código de Comercio)<sup>33</sup>. Ahora bien, nuestro ordenamiento ya tutela la paridad de trato de los accionistas a través de distintos mecanismos. De un lado, la existencia de un accionista de control no implica que los administradores de las sociedades del grupo puedan o deban regirse por el interés de su socio mayoritario o el interés del grupo en perjuicio los intereses de los accionistas minoritarios<sup>34</sup>. Es más, serán impugnables aquellos acuerdos

---

<sup>31</sup> Otros ordenamientos con un Derecho de grupos más desarrollado reconocen expresamente el derecho de la sociedad dominante de influir en las sociedades del grupo. Así, el ordenamiento alemán prevé expresamente en su normativa societaria (*Aktiengesetz*) la facultad de una sociedad de ceder su dirección a otra por la vía contractual (*control agreement*) a cambio de una compensación anual por los daños o pérdidas que de tal dirección hubieran podido derivarse y de la obligación de adquirir las participaciones de los accionistas minoritarios que así lo soliciten. Esta cesión ha de ser acordada por la junta general de la sociedad cedente por lo que, en la práctica, podrá acordarse unilateralmente por el accionista cesionario. Por su parte, el ordenamiento francés reconoció el concepto de interés de grupo por la vía jurisprudencial en el *affaire Rozenblum* el 4 de febrero de 1985 (*Cour de Cassation, Chambre Criminelle, numéro de pourvoi 84-91581*).

<sup>32</sup> Sobre la invalidez o carácter no vinculante de las instrucciones privadas de los accionistas a los administradores, *vid* PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, *op. cit.*, pp. 697-717.

<sup>33</sup> En este orden de ideas afirman Paz-Ares y Núñez-Lagos que “la noción vertebradora del grupo es justamente la de control y la dirección unitaria —el control que la entidad dominante ejerce sobre sus filiales—” (PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, p. 290).

<sup>34</sup> En esta línea se ha pronunciado el Tribunal Supremo, estableciendo que “el deber de lealtad [del administrador] viene referido al interés de la sociedad que administra, no al de otras, aunque pertenezcan al mismo grupo, aunque sea la sociedad dominante, ni a otros intereses formalmente ajenos, como es el que se ha venido en llamar «interés del grupo»” (STS (Sala de lo Civil) 695/2015 de 11 de diciembre (La Ley 187848/2015)). Ahora bien, el Tribunal Supremo introdujo la posibilidad de hacer prevalecer el interés del grupo siempre y cuando se compensase el perjuicio causado la filial. Para un comentario de la sentencia referida *vid* MARTÍNEZ-GIJÓN MACHUCA, P., “La responsabilidad de los administradores en los grupos de sociedades: reflexiones en torno a la sentencia del Tribunal Supremo de 11 de diciembre de 2015”, *La Ley Mercantil* 26, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 4281/2016) el 7 de diciembre de 2017]. En ese mismo sentido se pronuncian RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “La responsabilidad del administrador de hecho: algunos supuestos controvertidos” en AA.VV., *Estudios sobre la responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital a la luz de sus recientes reformas legislativas y pronunciamientos judiciales* (dirs. Díaz Moreno, A.,

sociales que lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros o que se impongan de manera abusiva por la mayoría al adoptarse en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios (artículo 204 de la LSC). De otro lado, como hemos indicado, se impone a los administradores una obligación de responsabilidad personal, libertad de criterio e independencia como parte de su deber de lealtad para con la sociedad que administran. El objeto es precisamente evitar que un tercero con influencia en el órgano de administración o sus miembros pueda dirigir sus decisiones y desviarlas del interés social (artículo 228.d) de la LSC)<sup>35</sup>.

Por otra parte, quedarían excluidas del alcance subjetivo del deber de pasividad las sociedades del grupo al que pertenezca la sociedad afectada por la opa situadas por encima de ésta en la cadena de control del grupo<sup>36</sup>. En efecto, estas sociedades serán destinatarias de la

---

Vázquez Cueto, J.C.), Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2018, p. 145; PÉREZ BENÍTEZ, J.J., “Perjuicio patrimonial, interés de grupo y rescisión de garantías otorgadas en la financiación de grupos de sociedades”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* 19, 2013 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 5104/2013) el 7 de diciembre de 2017]; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *op. cit.*, pp. 19-20; ÁLVAREZ BARTOLOMÉ, S., “Los conflictos en los grupos de sociedades como consecuencia de instrucciones perjudiciales en sociedades filiales con accionistas minoritarios”, *La Ley Mercantil* 39, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 12176/2017) el 7 de diciembre de 2017]; PÉREZ MORIONES, A., “La extensión de la facultad de la junta general de intervenir en asuntos de gestión. En particular, la intervención de la junta en asuntos de gestión del grupo” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades* (dir. Emparanza Sobejano, A.), Madrid: Marcial Pons, 2018, p. 123; e IRACULIS, N., “Estudio del concepto de “interés del grupo”: el interés del grupo no se identifica con el interés de la sociedad dominante” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 403 y ss., aunque ésta sí defiende la existencia de un interés del grupo, entendido como el interés del conjunto de las sociedades que lo conforman, que prevalece frente al interés individual de cada una de ellas. Para una crítica de esta solución con base en un breve estudio jurisprudencial, *vid* TAPIA HERMIDA, A.J., “El administrador de la filial” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros...*, *op. cit.*, pp. 871 y ss. A favor de reconocer la noción de interés del grupo, EMBID IRUJO, J.M., SALAS FUMÁS, V., “El gobierno de los grupos de sociedades”, *Documentos de trabajo Laboratorio de Alternativas* 64, 2015, disponible en [http://www.fundacionalternativas.org/public/storage/laboratorio\\_documentos\\_archivos/xmlimport-UkUNAI.pdf](http://www.fundacionalternativas.org/public/storage/laboratorio_documentos_archivos/xmlimport-UkUNAI.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018]; CONAC, P.H., “Directors’ duties in group companies – legalizing the interest of the group at the European level”, *European Company and Financial Law Review* 10, 2013, pp. 196-204, disponible en <https://doi.org/10.1515/ecfr-2013-0194> [fecha de consulta: 19 de enero de 2018]; y EMBID IRUJO, J.M., “La ordenación jurídica de los grupos de sociedades: del interés del grupo a la tutela de los socios externos” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades*, *op. cit.*, pp. 32 y ss., que se refiere al “interés de la empresa de grupo” y a la necesidad de delimitarlo (o, en otras palabras, de definir el poder de dirección en el seno del grupo) y de establecer un marco legal en el que puedan convivir el interés del grupo con el interés de cada sociedad que lo compone o, alternativamente, se reparen adecuadamente los daños causados a este último en favor de aquél.

<sup>35</sup> MEGÍAS LÓPEZ, J., “Una aproximación al deber de independencia en el consejo de administración”, *op. cit.*, p. 587, lleva el deber de independencia al punto de que el órgano de administración ni siquiera estará vinculado por las decisiones de la junta general si éstas pudieran conllevar alguna actuación ilícita de la que hubieran de responder los administradores. *Vid infra* “No exoneración por acuerdo o acto de la junta general”.

<sup>36</sup> Las sociedades pertenecientes al mismo grupo pero que no controlen o no estén controladas por la sociedad afectada, sino que sean objeto de control compartido, quedan fuera de este análisis puesto que entendemos que sus órganos de administración no tienen capacidad efectiva de frustrar una opa sobre la sociedad afectada.

opa o accionistas de la destinataria de la opa y, como tales, estarán facultadas para decidir sobre su idoneidad mediante la aceptación o rechazo de la misma y, en su caso, mediante la adopción de medidas defensivas en sede de junta general<sup>37</sup>. Cuestión distinta es que, como accionistas de control, tengan acceso al consejo de administración de la sociedad afectada o sus participadas. En este caso, los miembros del órgano de administración vinculados al accionista sí estarán sujetos al deber de pasividad y no podrán hacer uso de sus prerrogativas para impedir el éxito de una opa por motivos extrasociales<sup>38</sup>.

## 5. Las personas que actúen concertadamente

Por último, el artículo 28.1 del RD de Opas extiende el deber de pasividad a cualquiera que pueda actuar concertadamente con una persona sujeta al deber de pasividad. Esta extensión ya estaba prevista en el artículo 14.2 del RD 1197/1991 y tiene por objeto evitar que las personas sujetas al deber de pasividad sorteen su prohibición de impedir el éxito de la oferta actuando a través de un tercero.

El artículo 28 del RD de Opas no define el concierto a efectos de extender la regla de pasividad a un tercero. El artículo 2.1.d) de la Directiva de Opas entiende por personas que actúan en concierto con el oferente o con la sociedad afectada aquellas personas físicas o jurídicas que colaboren con ella en virtud de un acuerdo expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin, bien de obtener el control de la compañía afectada, bien de impedir el éxito de la oferta. El titular de la potestad reglamentaria español plasmó esta definición de concierto con el oferente a efectos de obtener el control en el artículo 5.1.b) del RD de Opas, pero no recogió la definición de concierto con la sociedad afectada a efectos de impedir el éxito de la oferta.

Partiendo de la definición comunitaria, el concierto se basa sobre la existencia de un acuerdo de voluntades entre las partes en el sentido más amplio posible, pues no se exige ni la formalización del acuerdo ni una expresión de su existencia por las partes. Sí se exige en cambio un objeto, la colaboración entre las partes, y una finalidad común, impedir el éxito de la oferta<sup>39</sup>. Además, algunos autores entienden que, atendiendo a la *ratio* de tal extensión del deber de pasividad (*i.e.*, evitar que el órgano de administración eluda su deber de abstención actuando a través de un tercero), la persona que actúa en concierto se asemeja a la persona interpuesta y debe por tanto reunir las condiciones de ésta: actuar por cuenta de tercero y bajo una cobertura total o parcial del riesgo inherente a la operación proporcionada por ese tercero<sup>40</sup>.

---

<sup>37</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 624.

<sup>38</sup> *Vid supra* “Neutralización de conflictos de interés” y “Deber de lealtad”.

<sup>39</sup> Sobre los rasgos definitorios del concierto, *vid* MUÑOZ PÉREZ, A., *El concierto como presupuesto de la OPA obligatoria*, Madrid: La Ley, 2008, pp. 40-45.

<sup>40</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 624. Sobre la figura de la persona interpuesta en el RD de Opas, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 5. Cómputo de los derechos de voto” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007*, *op. cit.*, pp. 176-177. Sobre

Una interpretación teleológica de la norma corrobora este razonamiento. El deber de pasividad trata de preservar los intereses de los destinatarios de una opa frente a un conflicto de interés de quien debe lealtad a tales intereses y tiene poder efectivo para frustrarlos. Por su parte, la extensión del deber de pasividad a otros sujetos pretende evitar un fraude de ley a través de una simulación subjetiva en la realización del negocio prohibido<sup>41</sup>. No se pretende en cambio supeditar los intereses de terceros a los de los destinatarios de la opa; no se pretende ni sería bueno que se pretendiese, pues terceros ajenos al grupo de la sociedad afectada pueden legítimamente rechazar un cambio de control de la misma (imaginemos un consocio de la sociedad afectada que teme que un cambio de control desencadene la amortización anticipada de una deuda asumida conjuntamente frente a un tercero o la ruptura de un acuerdo suscrito con la aprobación de los actuales socios de la sociedad afectada).

Siendo así, la existencia de un acuerdo o concertación con un tercero al efecto de impedir el éxito de una opa no debería alterar el régimen general de prohibiciones<sup>42</sup>, de manera que el órgano de administración de la sociedad afectada, sus órganos delegados y sus miembros estarán sujetos al deber de pasividad aun cuando actúen indirectamente a través de un tercero concertado, mientras que ningún tercero estará sometido a este deber en las actuaciones que realice por su cuenta y riesgo al margen de cualquier acuerdo que, en su caso, adopte con la sociedad afectada<sup>43</sup>.

#### IV. ALCANCE OBJETIVO DEL DEBER DE PASIVIDAD

El artículo 28 del RD de Opas formula el contenido del deber de pasividad enunciando un principio general en términos similares a los de la Directiva de Opas y enumerando a continuación una serie de supuestos en los que se concreta este principio y que, como veremos, deben entenderse como meramente ejemplificativos. El objeto de este apartado es analizar el

---

las personas interpuestas en los mercados de valores, ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los mercados de valores”, *op. cit.*, p. 90, que defiende que, en caso de búsqueda de ofertas competidoras, el órgano de administración de la sociedad afectada no debe ofrecer incentivos desproporcionados que anulen el interés legítimo del caballero blanco de formular una oferta competidora frente al puro interés del órgano de administración de frustrar la oferta inicial.

<sup>41</sup> El objeto es el mismo que el de las cláusulas de asimilación previstas en la LSC: parafraseando al profesor Paz-Ares, “*neutralizar las estructuras de interposición y conexión de intereses y la ingeniería societaria que pueda idearse para eludirlas*” y “*reducir los incentivos de los insiders para el empleo de “estructuras creativas” acomodadas a la letra de la ley, pero tal vez contrarias a su espíritu*” (PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *op. cit.*, p. 15).

<sup>42</sup> Puede discutirse si la mera suscripción de un acuerdo con esta finalidad constituiría una conducta prohibida. A nuestro juicio, el sentido finalista del deber de pasividad no nos permite excluir la mera suscripción de su alcance. También estarán prohibidas las actuaciones en las que se materialice el acuerdo en la medida que intervenga el órgano de administración en su aprobación, instrucción o ejecución.

<sup>43</sup> En este orden de ideas, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 645.

principio general para identificar el tipo de conductas que conforman el ámbito objetivo del deber de pasividad y, a la luz del mismo, desgranar cada una de las actuaciones expresamente prohibidas o permitidas e identificar otras conductas habituales de ambas naturalezas.

## 1. Delimitación del objeto del deber de pasividad: principio general

De conformidad con lo previsto en el artículo 9 de la Directiva de Opas, el deber de pasividad aplica, con carácter general, respecto de cualquier “*acción que pueda impedir el éxito de la oferta*”. De manera muy similar, el artículo 28 del RD de Opas se refiere a cualquier “*actuación que pueda impedir el éxito de la oferta*”. Esta redacción supone una mejora respecto del RD 1197/1991, que se refería a “*operaciones*”, pues determinadas conductas prohibidas, como el reparto de dividendos extraordinarios, no son propiamente operaciones ni en el sentido de transacciones bursátiles ni en el de operaciones corporativas.

### 1.1. Concepto de actuación

En primer lugar, en España conforman el objeto del deber de pasividad las “actuaciones” capaces de impedir el éxito de la opa.

Debe plantearse si la diferencia terminológica entre la Directiva de Opas y el RD de Opas (acción *vs.* actuación) encierra el propósito del legislador español de abarcar también la actuación por omisión. A nuestro juicio, la negativa no es tan clara como se pretende<sup>44</sup>. Etimológicamente, la primera acepción del término “actuación” es precisamente “acción y efecto de actuar” según nos indica la Real Academia Española. No obstante, la equiparación de la acción y la omisión está ya superada en muy diversos regímenes de responsabilidad legal, incluido el ámbito que nos ocupa: la responsabilidad de los administradores<sup>45</sup>. Teleológicamente, el deber de pasividad aspira a garantizar el derecho de los destinatarios de la opa a decidir sobre la misma e impone para ello un deber de abstención dispensable *ex ante* mediante acuerdo de la junta general. ¿Son las conductas omisivas capaces de desvirtuar el derecho tutelado? *A priori*, no directamente, pues una omisión no alterará el *statu quo* aceptado por el oferente en el momento de tomar la decisión de formular la oferta o la evolución natural del mismo. No obstante, pueden producirse dos situaciones en las que una omisión derive, indirectamente, en la frustración de una opa.

Por un lado, podría establecerse un nexo causal indirecto si de la omisión se derivara una acción positiva con capacidad de impedir el éxito de la opa o, en otras palabras, si un

---

<sup>44</sup> Entre otros, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 639.

<sup>45</sup> El artículo 236.1 de la LSC establece como presupuesto de la responsabilidad de los administradores frente a la sociedad, los socios y los acreedores, el daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa.

destinatario del deber de pasividad no frenara la implementación de una actuación capaz de impedir el éxito de la opa acordada con anterioridad al lanzamiento de la oferta y cuya ejecución se hubiera delegado en terceros. En sentido estricto, estos terceros estarán a su vez vinculados por el deber de pasividad, puesto que el artículo 28.1 del RD de Opas extiende el deber de pasividad a los apoderados. Aun así, entendemos que el órgano de administración o el órgano delegado que haya ordenado la ejecución del acuerdo está obligado a impartir la instrucción contraria a la espera de la autorización de la junta general<sup>46</sup>. El deber de abstención mudaría, respecto de esta omisión concreta, en una obligación de hacer inversa.

Por otro lado, puede suceder que un oferente voluntario establezca una determinada condición de su oferta cuyo cumplimiento exija de una acción positiva del órgano de administración. A modo de ejemplo, puede exigir que se aprueben determinadas modificaciones estatutarias tal y como permite el artículo 13.2.a) del RD de Opas, para lo cual será preciso que los administradores convoquen una junta general de accionistas. En estos casos, entendemos que la actuación conforme con la regla de pasividad consistiría en permitir —no necesariamente promover— el cumplimiento de la condición (en el ejemplo utilizado, mediante la convocatoria de la junta general). Más adelante profundizaremos en el porqué<sup>47</sup>.

De estas reflexiones no puede inferirse una obligación de los administradores de promover o facilitar la oferta con carácter general, ni tampoco la posibilidad de atribuirles una responsabilidad indirecta por el resultado negativo de la opa, pero sí parece razonable esperar de ellos una conducta activa y preventiva en la observancia del deber de pasividad y, en última instancia, de los derechos de los destinatarios de la oferta. De ahí que el concepto de actuación capaz de impedir el éxito de la opa pueda abarcar, en según qué circunstancias, las actuaciones por omisión.

## 1.2. Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa

En segundo lugar, el contenido del deber de pasividad tanto en la norma comunitaria como en su transposición nacional viene delimitado por la capacidad de las actuaciones para impedir el éxito de la oferta, con independencia de la intención de los actores (“*que pueda*”). Esta norma contrasta con el régimen anterior, que formulaba el deber de pasividad como la prohibición de realizar actuaciones, bien fuera de la actividad ordinaria de la sociedad, bien que tuvieran por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta (artículo 14.1 del RD 1197/1991)<sup>48</sup>. La capacidad de impedir el éxito de una opa como criterio delimitador es sin duda más acertada, por cuanto permite enervar toda resistencia a una opa, sea o no deliberada. La intención por el contrario no impediría las actuaciones acordadas de buena fe por considerarlas más beneficiosas

---

<sup>46</sup> Vid *supra* “Los órganos delegados o apoderados”.

<sup>47</sup> Vid *infra* “Gestión de las condiciones de la oferta”.

<sup>48</sup> Vid *supra* “Expansión de la *passivity rule* e introducción en el ordenamiento español”.

para la sociedad que el eventual resultado negativo de la opa que pudiera derivarse colateralmente, o las actuaciones acordadas con anterioridad al anuncio de una opa y, por tanto, sin ánimo pero con capacidad de impedir su éxito<sup>49</sup>.

El análisis de la capacidad de una determinada actuación de impedir el éxito de una opa debe realizarse desde dos perspectivas. De una parte, tal capacidad ha de valorarse en función del grado de eficacia que la actuación pueda alcanzar. De otra parte, debe ponerse en relación con el derecho subjetivo tutelado por el deber de pasividad, esto es, el de los destinatarios de decidir libremente sobre las bondades de la oferta. Así, las actuaciones prohibidas serán aquellas que efectivamente puedan derivar en el fracaso de una opa no por haber influido legalmente —esto es, sin causar un vicio del consentimiento— en la decisión de sus destinatarios (facultad legítima de los administradores y coherente, además, con su obligación de publicar su opinión sobre la opa), sino por haber forzado al oferente a modificarla sustancialmente o retirarla y, así, haber decidido sobre su desenvolvimiento al margen de a quienes corresponde tal decisión<sup>50</sup>.

A este respecto, téngase en cuenta que las opas adquieren carácter irrevocable con su anuncio previo y, desde ese momento, las condiciones para la modificación de sus características y los supuestos de desistimiento de la misma están tasados y sometidos a la supervisión de la CNMV. En particular, solo se permiten las modificaciones que supongan una mejora de la oferta (con la excepción del ajuste del precio a la baja en caso de distribución de dividendos u otra retribución a los accionistas de la sociedad afectada) y el desistimiento de la misma cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, (i) la opa no pueda realizarse o (ii) resulte manifiesta su inviabilidad o (iii) la junta general de la sociedad afectada adopte alguna decisión o acuerdo que, a juicio del oferente, le impida mantener su oferta (artículos 31 y 33 del RD de Opas)<sup>51</sup>.

La doctrina ha entendido que la introducción de la inviabilidad manifiesta como supuesto de revocación de la oferta pretende ir más allá de la mera imposibilidad práctica, ya

---

<sup>49</sup> En este orden de ideas, García de Enterría criticó precisamente que el artículo 14.1 del RD 1197/1991 ignoraba que “*las medidas defensivas suelen consistir [...] en operaciones plenamente legítimas y con un significado propio, pero que, por las circunstancias que rodean su puesta en práctica, pueden llegar a tener efectos perturbadores sobre un proceso de adquisición hostil*” (GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, op. cit., pp. 173-174).

<sup>50</sup> En contra, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 3, op. cit., pp. 2751-2752, que defiende que los administradores disponen de dos grandes vías para frustrar una opa (o, en otras palabras, dos grandes grupos de tácticas defensivas): bien la frustración de las expectativas del oferente, bien la provocación de la negativa de los accionistas a la oferta.

<sup>51</sup> También podrá el oferente desistir de una opa voluntaria cuando (a) se autorice una oferta competidora o (b) la opa esté sujeta a la autorización en materia de defensa de la competencia y las autoridades declaren improcedente la operación, o sometan su realización a determinadas condiciones, o su resolución no haya recaído antes de la finalización del plazo de aceptación de la opa. Asimismo, el oferente de una opa obligatoria podrá desistir cuando se mantenga una oferta competidora mejor o en el supuesto descrito en el apartado (b) anterior.



prevista en el inciso anterior (“*la OPA no pueda realizarse*”), y puede reconducirse a la cláusula *rebus sic stantibus*<sup>52</sup>. Los requisitos inicialmente fijados para la aplicación de la doctrina *rebus sic stantibus* eran: (i) la alteración extraordinaria de las circunstancias; (ii) una desproporción exorbitante entre las prestaciones de las partes contratantes que aniquile el equilibrio de tales prestaciones; (iii) la aparición de circunstancias radicalmente imprevisibles; y (iv) la ausencia de otro medio para remediar y salvar el perjuicio. No obstante, la aplicación de esta cláusula se

---

<sup>52</sup> DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Madrid: Civitas, 1993, pp. 135 y ss., aunque refiriéndose al hoy derogado artículo 24.1.d) del RD 1197/1991, que preveía exclusivamente a la posibilidad de desistimiento “*cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse*”. De Cárdenas sostuvo ya en 1993 que la imposibilidad de realizar la opa no debía interpretarse literalmente, sino como una reconducción a la doctrina *rebus sic stantibus*. Sobre los supuestos de desistimiento y las matizaciones entre imposibilidad de realizarse y manifiesta inviabilidad, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., “Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007*, op. cit., pp. 748-753; y PERDICES HUETOS, A., “Revocación y condición en el Derecho de las ofertas públicas de adquisición” en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, op. cit., pp. 1487-1491. En contraste, ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “Las ofertas públicas de adquisición de valores ...”, op. cit., pp. 53 y ss., expresa dudas sobre la aplicabilidad de la *rebus sic stantibus* por tres motivos: (i) la interpretación extensiva de la norma reguladora de los supuestos de desistimiento sobre la base de la exigencia de justicia supone desconocer la especialidad de la normativa de opas, que está sometida a principios propios entre los que se encuentra el de interpretación restrictiva como garantía, dice Rojo, del buen funcionamiento del mercado de control; (ii) dada la celeridad de los calendarios de una opa, el plazo de aceptación de la misma habrá finalizado con anterioridad a la ejecución del aumento de capital en cuestión —el profesor Rojo solo hace referencia a la doctrina *rebus sic stantibus* en relación con la actuación defensiva consistente en la emisión de valores—, por lo que el oferente no conocerá si efectivamente se ha producido una alteración esencial de las circunstancias con antelación; y (iii) cualquier medida defensiva legalmente permitida ha de considerarse jurídicamente como una circunstancia previsible, por lo que el oferente no puede ampararse en ellas para modificar su oferta o desistir de ella. A nuestro juicio, frente el primer argumento puede objetarse que no todas las normas de este sector del ordenamiento jurídico reúnen la excepcionalidad necesaria para exigir una interpretación restrictiva ex artículo 4.2 del Código Civil y, particularmente, no consideramos las normas relativas al desistimiento de una opa más excepcionales que las relativas a la terminación de cualquier otro negocio contractual en el que sí está ampliamente reconocida la aplicabilidad de la doctrina *rebus sic stantibus*. El segundo argumento puede rebatirse sencillamente, pues un aumento de capital con derechos de suscripción preferente ya acordado en junta general es perfectamente ejecutable, en su integridad, en el plazo que medie entre el anuncio previo de una opa y su autorización definitiva por la CNMV. El último argumento es quizá el más difícil de desmontar, pues ciertamente un oferente debería tener en mente la posibilidad de que la sociedad afectada reaccione negativamente ante su oferta y podría incluir expresamente como condición de su oferta la no ejecución de medidas con capacidad de impedirlo. No obstante, una condición general en ese sentido exigiría de interpretación caso por caso que nos devolvería a esta misma situación, mientras que una enumeración exhaustiva de tales medidas desprotegería al oferente frente a la creatividad de la sociedad afectada a la hora de diseñar medidas defensivas distintas de las expresamente enumeradas en la norma. Además, es imperativo distinguir entre la posibilidad de un determinado acontecimiento y la probabilidad de que éste ocurra. Circunscribir la protección del oferente a su exclusiva capacidad de previsión de cualquier circunstancia posible sería excesivamente gravoso e incongruente con el objetivo de dinamizar el mercado de control y, si así fuera, carecería de sentido otorgar al oferente una facultad de desistimiento. En sentido similar, la doctrina jurisprudencial de la cláusula *rebus sic stantibus* revisada sostiene que la imprevisibilidad debe apreciarse caso por caso (la STS (Sala de lo Civil) 591/2014 de 15 de octubre (La Ley 171646/2014) establece que “*la nota de imprevisibilidad no debe apreciarse respecto de una abstracta posibilidad de producción de la alteración o circunstancia determinante del cambio considerada en sí misma, esto es, que la crisis económica es una circunstancia cíclica que hay que prever siempre, con independencia de las peculiares características y alcance de la misma en el contexto económico y negocial en el que incide.*”)

ha revisado recientemente para adaptarla a la realidad socio-económica actual. Esta revisión ha resultado en el abandono de los tradicionales criterios de equidad y justicia en pro de una objetivación del fundamento técnico de la cláusula. Así, la doctrina podrá invocarse cuando se produzca una mutación sobrevenida de las circunstancias que dieron sentido al negocio celebrado, y ello sobre la base de los principios de conmutatividad de las prestaciones y de buena fe. Estos principios permiten adaptar o revisar lo pactado cuando, de forma sobrevenida y sin culpa de las partes, cambian profundamente las circunstancias que dotaron de sentido la base o finalidad del contrato, las pretensiones de las partes o lo que conforme al principio de buena fe cabía esperar en ese contexto. En otras palabras, se vincula la posible aplicación de la cláusula *rebus sic stantibus* a la mutación de la causa del contrato. El Tribunal Supremo ha establecido dos criterios para valorar tal mutación: (i) que la mutación o cambio de circunstancias determine (a) la desaparición de la base del negocio, lo que a su vez ocurrirá si la finalidad económica primordial del contrato, expresa o implícita, se frustra o se torna inalcanzable, o (b) la desaparición o destrucción de la conmutatividad del contrato, expresada en la equivalencia o proporción entre las prestaciones, de suerte que no pueda hablarse ya del juego entre prestación y contraprestación; y (ii) que la mutación no se inscriba dentro del denominado “riesgo normal del contrato”, entendiendo por tales los riesgos expresamente previstos o propios de la naturaleza y sentido de la relación obligacional contemplada en el contrato<sup>53</sup>.

A nuestro juicio, estos criterios bien podrían valer a la CNMV a la hora de autorizar la revocación de una opa y, por tanto, proporcionan una valiosa orientación para apreciar la capacidad de una actuación de impedir el éxito de una opa con anterioridad a su realización. Así, serían conductas prohibidas por el deber de pasividad aquellas que exigieran una modificación sustancial que el oferente no pudiera asumir (*e.g.*, un encarecimiento de la oferta debido a un aumento de los valores a los que debiera dirigirse, que constituiría un supuesto de imposibilidad material) o alterasen significativamente el *statu quo* de la sociedad afectada conocido y aceptado a la hora de preparar la oferta, distorsionando las expectativas y presupuestos objetivos de la decisión del oferente (*e.g.*, la enajenación de la rama de actividad que el oferente pretendía explotar o integrar en su negocio, que sería un caso de inviabilidad manifiesta)<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> SSTs (Sala de lo Civil) 333/2014 de 30 de junio (La Ley 84939/2014) y 591/2014 de 15 de octubre (La Ley 171646/2014). Sobre el cambio de doctrina jurisprudencial, ALBIÑANA CILVETI, I., “La reciente doctrina jurisprudencial de la cláusula *rebus sic stantibus* y su aplicación a las operaciones inmobiliarias”, *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, núm. 49, 2018, pp. 115 y ss.

<sup>54</sup> En sentido similar, ALBIÑANA CILVETI, I., “La reciente doctrina jurisprudencial de la cláusula *rebus sic stantibus*...”, *op. cit.*, p. 125, señala que la “excesiva onerosidad puede provenir de (i) un incremento del coste de ejecución (es decir un encarecimiento del producto o servicio con el que el deudor ha de abastecerse en el mercado para cumplir con su prestación frente al acreedor) o (ii) una disminución del valor de la contraprestación (es decir, un menor valor del producto o servicio producido a partir de los factores de producción proporcionados a través de la contraprestación).”

Por otra parte, puede suceder que una determinada actuación no induzca al oferente a desistir de su negocio y, sin embargo, finalizado el plazo de aceptación, quede patente el impacto determinante de la actuación en cuestión en el resultado de la opa (supongamos una opa voluntaria condicionada a una aceptación mínima del cincuenta y uno por ciento de los derechos de voto a los que se dirige; la sociedad afectada adquiere un paquete relevante de autocartera —del diez por ciento conforme al máximo legal— para dificultar la consecución del porcentaje de aceptación perseguido por el oferente y la opa resulta ser aceptada por un cuarenta y nueve por ciento de los derechos de voto). Este tipo de actuaciones también será subsumible en el concepto de actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa.

De lo anterior se infiere que las decisiones sujetas al deber de pasividad son competencia de los órganos de gobierno de la sociedad afectada, pues se precisa un grado de materialidad en las mismas y en su impacto en la sociedad afectada que por naturaleza están reservadas al órgano soberano, cuando se trate modificaciones estatutarias o modificaciones estructurales o equiparables, o al órgano de administración (en pleno cuando así se exija o por delegación cuando sea posible) cuando se trate de un acto de gestión o representación<sup>55</sup>. En este punto, debe entenderse que están reservadas al órgano de administración no solo las facultades

---

<sup>55</sup> En este orden de ideas, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 639. Esta cuestión no es pacífica. Así, en un informe publicado por el departamento de Derecho de la *London School of Economics and Political Science* se cuestiona la efectividad del deber de pasividad dispuesto en la normativa de opas como medida para impedir que el órgano administrador pueda frustrar el éxito de una opa (AA.VV., “Is the board neutrality rule trivial? Amnesia about corporate law in European Takeover Regulation”, *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, Londres, 2011, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1799291](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799291) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018]). El estudio se centra en tres jurisdicciones, Reino Unido, Alemania e Italia, y analiza si el Derecho de sociedades de cada una de ellas efectivamente atribuye al órgano de administración la competencia para realizar actuaciones que, en presencia de una opa, se consideran medidas defensivas o actuaciones capaces de impedir su éxito, tales como la emisión de acciones u otros valores que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones o la venta de activos esenciales. En el informe se concluye que la transposición del deber de pasividad en estos ordenamientos despliega pocos (en el caso de Italia), muy pocos (en el caso de Alemania) y ningún (en el caso de Reino Unido) efecto práctico al venir ya reservada la adopción de estas medidas a los accionistas por sus respectivos Derechos de sociedades. En nuestra opinión, este debate no se plantea en España. Con carácter general, entendemos que la diferenciación de funciones entre los socios y los administradores sobre la que se basa nuestro sistema de sociedades, y la consiguiente autonomía y discrecionalidad de las que goza el órgano gestor para desempeñar sus funciones, sitúan a éste en una posición privilegiada para desarrollar conductas interesadas (*vid* RIBAS FERRER, V., *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, *op. cit.*). En particular, el ordenamiento español faculta al órgano de administración para adoptar determinadas decisiones (en ocasiones, previa delegación de la junta general), tales como la emisión de capital o de determinados instrumentos de deuda o la enajenación de activos sociales que podrían llegar a hacer fracasar una opa sobre la sociedad en cuestión. Por ello están expresamente incluidas en el alcance del deber de pasividad. En esta línea, *vid* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 618. Todavía menos se plantea este debate en relación con las sociedades cotizadas españolas, y particularmente las de mayor dispersión accionarial, caracterizadas con frecuencia por una escasa involucración de los accionistas que, primando su condición de inversores, suelen despreocuparse de la gestión social en tanto en cuanto su inversión genere rentabilidad. *Vid supra* “Particularidades relativas a las sociedades cotizadas”.

expresamente indicadas en la ley, sino cualquier decisión de dirección con entidad suficiente para afectar a la evolución futura o las perspectivas empresariales del negocio<sup>56</sup>.

Para garantizar la protección de los derechos de los destinatarios de la oferta, los administradores deberán asegurarse de que toda actuación que pueda impedir el éxito de la oferta pase por la junta general. Según algunos autores, basta la mínima probabilidad de que la actuación reúna tal capacidad para que caiga dentro del deber de pasividad<sup>57</sup>. Puede parecer excesivo, en particular si se tiene en cuenta que el deber de pasividad no pretende bloquear el desarrollo del negocio habitual de la sociedad<sup>58</sup>. No obstante, las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa exigen de un grado de trascendencia jurídica o económica que en la práctica se reducen a un número relativamente limitado, máxime considerando solo las que sean competencia del órgano de administración en circunstancias ordinarias. Lo anterior no excluye automáticamente todas las decisiones inscritas en el curso ordinario del negocio ni, *a sensu contrario*, incluye todas las decisiones fuera del mismo. De hecho, el artículo 28.1 del RD de Opas no efectúa ninguna precisión al respecto de modo que, una vez anunciada la oferta, la adopción de cualquier decisión estará sometida al deber de pasividad siempre que se cumpla el requisito objetivo de capacidad para impedir el éxito de una opa. Además, el riesgo de incurrir en deslealtad avala una aplicación rigurosa de la regla de pasividad. Con todo, no conviene alentar su sobre-cumplimiento, pues un exceso de pasividad podría producir trastornos relevantes en la sociedad, no ya por los costes de convocar y celebrar una junta general extraordinaria, sino por los riesgos asociados a un excesivo conservadurismo del órgano gestor<sup>59</sup>.

Por último, en el plano subjetivo, el juicio sobre la capacidad de una cierta actuación de impedir el éxito de una opa corresponde a cada destinatario del deber de pasividad y, en última instancia, al consejo de administración de la sociedad afectada, que habrá de acordar la convocatoria de una junta general para aprobar tal actuación. También corresponderá al órgano de administración realizar este ejercicio y emitir instrucciones al respecto en relación con las

---

<sup>56</sup> Vid URÍA, R., MENÉNDEZ, A., GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores” en AA.VV., *Uría Menéndez, Curso de Derecho Mercantil I*, op. cit., pp. 959-960. En líneas similares, GALLEGO SÁNCHEZ, E., *El Director General de las Sociedades Anónimas y de Responsabilidad Limitada*, op. cit.

<sup>57</sup> GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, op. cit., p. 501.

<sup>58</sup> Antes bien, la Directiva de Opas insiste en lo contrario (considerando 16 y artículo 3.1.f)). La doctrina se refiere a una “pasividad relativa que no implica [...] el cese en la actividad normal de la sociedad, que interesa que prosiga” (SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., p. 390)). Igualmente, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, op. cit., p. 2729, establece que la pasividad no puede ser absoluta. Por ello, prefiere referirse al deber de pasividad como un deber de neutralidad, pues no pretende paralizar a los administradores, sino evitar que actúen al margen de los intereses de los accionistas (GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, op. cit., p. 496).

<sup>59</sup> Al respecto, vid PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, op. cit., pp. 9 y ss.

actuaciones cuya ejecución en terceros haya delegado<sup>60</sup>. Este juicio debe llevarse a cabo con anterioridad a la realización de cualquier actuación, con el fin de determinar la necesidad o no de obtener la previa autorización de la junta general de la sociedad afectada<sup>61</sup>.

### 1.3. Concepto de éxito de la oferta

En tercer y último lugar, debemos advertir que los términos de éxito o fracaso de una opa carecen en este trabajo de todo juicio valorativo sobre las bondades de la opa en cuestión desde el punto de vista de cualquier parte afectada por la misma. Medimos el éxito o fracaso de una opa exclusivamente por su resultado, entendiendo por oferta exitosa aquella que es liquidada de conformidad con lo previsto en el artículo 37 del RD de Opas y por oferta no exitosa o fracasada cualquier otra que sea retirada por el oferente o quede sin efecto por incumplimiento de las condiciones impuestas de conformidad con lo dispuesto en el artículo 33 de la misma norma.

## 2. Actuaciones sujetas al deber de pasividad

El artículo 28.1 del RD de Opas enumera una serie de actuaciones prohibidas a renglón seguido de la enunciación del principio general de actuación. Como hemos anticipado, no se trata de un listado *numerus clausus* de las conductas prohibidas, sino que la enumeración pretende tipificar las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa por excelencia y, simultáneamente, ofrecer un criterio interpretativo de la cláusula general. De lo contrario, carecería de sentido regular un principio general y la norma debería ceñirse a tipificar las conductas prohibidas<sup>62</sup>.

Esta técnica legislativa se emplea también en el artículo 9 de la Directiva de Opas, que prohíbe específicamente iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada, y se utilizaba ya en el artículo 14.1 del RD 1197/1991, que impedía la emisión de determinados valores, la realización de operaciones sobre los valores afectados por la opa con la finalidad de perturbarla y la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales cuando pudiera frustrar o perturbar la opa. También es la técnica empleada en la regulación del propio deber de lealtad de los administradores (artículos 227 a 229 de la LSC). En el panorama comparado, el

---

<sup>60</sup> Vid *supra* “Los miembros de los órganos sujetos al deber de pasividad”.

<sup>61</sup> Vid *infra* “Valoración de la idoneidad de una actuación objeto del deber de pasividad”.

<sup>62</sup> Así lo ha entendido la doctrina unánimemente. Entre otros, GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, *op. cit.*, pp. 500-501; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, pp. 641-642; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, p. 397; DÍAZ MORENO, A., “Adquisición de sociedades cotizadas”, *op. cit.*, p. 786; y DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 534, aunque refiriéndose al régimen español anterior al RD de Opas.

deber de pasividad se ha regulado en dos niveles, un principio general y una enumeración concreta, en prácticamente todos los ordenamientos que lo han acogido<sup>63</sup>.

Analizamos pormenorizadamente cada una de las prohibiciones expresamente impuestas por la normativa española para delimitar su alcance concreto a la vista del bien jurídico protegido, de nuestro análisis del principio general del deber de pasividad y, particularmente, de nuestro entendimiento de la noción de capacidad de impedir el éxito de una opa.

## 2.1. Emisión de valores

El artículo 28.1.a) del RD de Opas prohíbe a los administradores en primer lugar acordar o iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta sin el previo consentimiento de la junta general. Ésta es la única actuación expresamente prohibida por la norma comunitaria (artículo 9.1 de la Directiva de Opas) y recogida en el artículo 134 del TRLMV, aunque con algunas diferencias que a continuación estudiamos. Por su parte, el artículo 14 del RD 1197/1991 ya tipificaba esta conducta, especificando su aplicabilidad a distintos tipos de valores (acciones, obligaciones u otros valores o instrumentos que dieran derecho a la suscripción de aquéllas) y exceptuando las ejecuciones de acuerdos adoptados previamente por la junta general<sup>64</sup>. Desgranemos esta prohibición.

En primer lugar, el artículo 28.1.a) del RD de Opas emplea los verbos “*acordar*” e “*iniciar*”. El primero se refiere indudablemente a la adopción de cualquier decisión de emitir valores por el consejo de administración, bien en ejercicio de sus propias facultades (como sería una emisión de deuda simple), bien al amparo de una delegación previa de la junta general (como sería una emisión de capital o de obligaciones convertibles). En lo que se refiere a los acuerdos cuya competencia originaria corresponda a la junta general, consideramos que esta prohibición incluye no solo los acuerdos cuya completa adopción haya sido delegada en el consejo de administración (esto es, los acuerdos que se adopten en virtud de una delegación de capital autorizado *ex* artículo 297.1.b) de la LSC o la delegación homóloga en referencia a valores de deuda convertible), sino también aquellos acuerdos que hayan sido aprobados por el

---

<sup>63</sup> En relación con los ordenamientos de referencia en este trabajo, *vid* la *rule* 21 del *City Code*, la sección §33 de la *WpÜG*, el artículo 233-32 del *Code de Commerce* y el capítulo 5 de la Ley 2006:451 sueca.

<sup>64</sup> Esta prohibición se inspira indudablemente en los *shareholder rights plans* (coloquialmente conocidos como *poison pills*) empleados desde los años ochenta como medida anti-opa en Estados Unidos. Su creador, Martin Lipton, explica la conveniencia de otorgar a los administradores de las sociedades afectadas por una opa hostil, no ya la llave para impedir el éxito de la opa, sino una herramienta para retrasar la ejecución de ésta y decidir la mejor estrategia para reaccionar frente a la opa. Al respecto, *vid* LIPTON, M., “Takeover bids in the target’s boardroom”, *op. cit.*, pp. 101 y ss.

órgano soberano pero exijan del órgano de administración alguna decisión adicional, como la fecha de ejecución, al margen de la propia ejecución del acuerdo<sup>65</sup>.

El verbo “*iniciar*” quedaría por tanto reservado a las emisiones ya acordadas en su integridad y tan solo pendientes de ejecución. El término no nos parece el más acertado, pues, en puridad, una emisión ya acordada ya ha iniciado, aunque esté pendiente su ejecución. No obstante, no ha lugar a otra interpretación ya que los acuerdos pendientes de adoptar se subsumen en la conducta anterior. La doctrina se plantea si esta expresión abarca también las emisiones previamente acordadas, en su integridad, por la junta general. La pregunta no es arbitraria, puesto que el artículo 14 del RD 1197/1991 exceptuaba precisamente las meras ejecuciones de previos acuerdos concretos autorizados por la junta general. A nuestro juicio, la respuesta es positiva, aunque quizá la decisión de emisión de la junta general deba ser ratificada, no al amparo del artículo 28.1.a), sino del 28.2 del RD de Opas. En esta línea, el Informe Winter afirmaba que “[e]n el periodo anterior a la oferta los accionistas no serán capaces de tener en cuenta y sopesar todas las circunstancias que son relevantes para su decisión sobre la OPA. Los accionistas no tienen conocimiento de las condiciones generales de mercado que prevalecen en el momento de una oferta futura potencial, no tienen información sobre el rendimiento de la sociedad hasta ese momento, no saben si se realizará una oferta ni cuándo se realizará, y no tienen información sobre si una oferta futura potencial es atractiva para la sociedad y para ellos mismos. Las circunstancias que conducen a los accionistas a autorizar al Consejo de administración la adopción de medidas para que frustré una oferta futura potencial pueden muy bien haber cambiado de modo fundamental en el momento en que efectivamente se lance una oferta. Solamente cuando una oferta ha sido anunciada y los accionistas tienen la posibilidad de discernir realmente toda la información relevante, pueden en toda justeza ser preguntados para que decidan sobre si esa OPA en concreto debería ser frustrada por el Consejo o no” (p. 296). Algunos autores comparten estos argumentos con base en una interpretación finalista de la regla de pasividad, si bien concluyen que el silencio normativo obliga a hacer una interpretación restrictiva y excluir de la prohibición las decisiones de la junta general. Añaden, además, que la publicidad obligatoria de los acuerdos adoptados por la junta general de la sociedad afectada, en tanto que sociedad cotizada, permitirá al oferente prever la posible ejecución del acuerdo en cuestión tras el anuncio de la opa e, incluso, al oferente voluntario condicionar su oferta a una u otra opción<sup>66</sup>. En nuestra opinión,

---

<sup>65</sup> En el mismo sentido, ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “Las ofertas públicas de adquisición de valores ...”, *op. cit.*, p. 51-52. El profesor Rojo realiza esta afirmación únicamente en relación con la delegación de aumentar capital de conformidad con el actual artículo 297.1.a) de la LSC por considerar que se trata de una delegación para “integrar” el acuerdo de la junta general, frente a una mera delegación de su ejecución, al exigirse del consejo de administración que decida, cuando menos, el momento de ejecución del mismo. GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *op. cit.*, pp. 2734-2735, consideraba desafortunada la dicción del artículo 14.1 del RD 1197/1991 por excluir de la prohibición la ejecución de acuerdos concretos y previos de aumento de capital autorizados por la junta general.

<sup>66</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 632.

precisamente si la oferta se condiciona a la no ejecución de un determinado acuerdo debe permitirse a los accionistas reconsiderar su decisión. El espíritu del artículo 28.2 del RD de Opas no puede ser otro, puesto que todos los acuerdos de las juntas generales de sociedades cotizadas se hacen públicos; excluirlos del alcance del deber de pasividad (*ergo* incluirlos en el “riesgo normal” de la opa proyectada) vaciaría de contenido el precepto.

En segundo lugar, la prohibición se refiere a la “*emisión de valores*”. La noción de “*emisión*” supone que los valores han de ser de nueva creación. Además, éstos han de ser emitidos —valga la redundancia; creados, si se prefiere— por la sociedad cuya gestión determina el sometimiento del gestor al deber de pasividad. Naturalmente, la conducta prohibida no es la decisión por parte del consejero dominical que es administrador único del accionista al que representa de aumentar el capital de éste; o la decisión del consejero delegado de aumentar el capital de su sociedad patrimonial; sin embargo, sí lo sería la decisión de un consejero cualquiera, en cuanto que administrador único de una filial de la sociedad afectada, de aumentar el capital de la referida filial (cumplido, claro está, el requisito de capacidad de impedir el éxito de la opa).

Se plantea si la emisión de valores nuevos en sustitución de otros valores ya en circulación es una conducta prohibida por el deber de pasividad. A nuestro juicio, no debería ser así en tanto la emisión-sustitución no modifique la situación patrimonial de la sociedad en cuestión y, en última instancia, de la sociedad afectada. Así, por ejemplo, una agrupación o desdoblamiento de acciones, cuyo único impacto sea en el número de acciones en circulación y en el valor nominal de éstas, no sería en nuestra opinión subsumible en la letra a) analizada. Del mismo modo, una emisión de bonos al amparo de un programa de deuda no debería serlo si no altera la política de endeudamiento de la sociedad.

Respecto al concepto de “*valores*”, su interpretación es más compleja. La Directiva de Opas define el término como aquellos “*valores mobiliarios que confieran derechos de voto en una sociedad*” (artículo 2.1.e)). Sin embargo, ni el TRLMV ni el RD de Opas transponen esta definición en lo que a opas se refiere, por lo que debe aplicarse la definición general de valor vigente en el Derecho español de los mercados de valores, que es considerablemente más amplia y abarca valores sin derecho de voto, tanto participativos como no participativos. De hecho, a nuestro juicio convendría dar una vuelta más y sustituir el término “*valor*” por el de “*instrumento financiero*”. La creciente innovación financiera ha dado lugar a productos con los que se trasladan los derechos económicos o políticos asociados a instrumentos subyacentes sin necesidad de transmitir la titularidad de éstos. De ahí que, en 2013, se modificaran los requisitos de transparencia de las sociedades cotizadas, asimilándose a las acciones con derechos de voto aquellos instrumentos financieros que confieran derecho a adquirir acciones o que tengan un efecto similar a la tenencia de acciones<sup>67</sup>. A modo de ejemplo, el efecto de emitir acciones con

---

<sup>67</sup> Reforma implementada en el ámbito comunitario mediante la Directiva 2013/50/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE del Parlamento



exclusión del derecho de suscripción preferente para entregárselas a un tercero contrario a la opa formulada puede lograrse mediante la contratación con ese tercero de un instrumento financiero por el que se le trasladen los derechos asociados a esas acciones, incluyendo el derecho de disposición<sup>68</sup>.

No es difícil comprender el fundamento de esta prohibición, puesto que una emisión de valores puede efectivamente impedir el éxito de una opa. Veámoslo con una serie de ejemplos.

De un lado, una emisión de valores de la misma naturaleza y clase que los valores sobre los que se proyecte la opa aumentaría automáticamente el objeto de la misma. Téngase en cuenta que las opas deben dirigirse, cuando menos, a todas las acciones ordinarias de la sociedad afectada; además, las opas obligatorias deberán versar también sobre derechos de suscripción de acciones de la sociedad afectada y obligaciones convertibles en o canjeables por ellas. El aumento del objeto de la opa conllevaría un incremento de la contraprestación total y requeriría de una extensión de la garantía necesaria que el oferente podría no estar en disposición de asumir. La emisión podría por tanto justificar el desistimiento del oferente, ya fuera por la imposibilidad material de obtener los recursos necesarios para ampliar la contraprestación o la garantía de la oferta, o por la manifiesta inviabilidad de su proyecto al haberse modificado sustancialmente un presupuesto objetivo esencial: su coste. El uso del condicional es deliberado, pues una emisión de acciones ordinarias difícilmente justificará, por ejemplo, el desistimiento del oferente que formule una opa voluntaria por un número de acciones inferior al total de conformidad con lo previsto en el artículo 13.4 del RD de Opas<sup>69</sup>. En general, el uso del condicional se nos antoja el adecuado para esta sección, pues en todo caso habrá que estar a las circunstancias específicas de cada opa y cada oferente para valorar la capacidad de cada actuación concreta de impedir el éxito de una opa<sup>70</sup>.

De otro lado, la emisión de valores de naturaleza distinta a los valores objeto de la opa también podría alterar sustancialmente la situación de la sociedad afectada y legitimar la

---

Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE, y transpuesta en el ordenamiento español a través del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

<sup>68</sup> Al respecto, *vid* DÍAZ RUIZ, E., “La utilización de instrumentos financieros derivados en las tomas de control de empresas” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *op. cit.*, pp. 625 y ss.

<sup>69</sup> Esta norma permite formular opas “parciales” (el oferente formula su oferta a la totalidad de los titulares de valores, pero solo adquirirá un número limitado de valores) a quien no vaya a alcanzar el control a resultados de la opa o a quien, teniendo ya el control, pueda aumentar su participación libremente.

<sup>70</sup> *Vid supra* “Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa”.

retirada de la oferta. Así, una emisión de acciones de distinta clase a las afectadas por la opa —supongamos que sean sin derechos de voto y con privilegios económicos, para que el ejemplo valga también en caso de opa obligatoria— podría diluir significativamente la participación económica que el oferente esperaba alcanzar en la sociedad afectada al formular la opa (o, al menos, la participación máxima a la que podía aspirar). Este supuesto no imposibilitaría *de facto* la realización de la opa, pero podría originar la aplicación de la doctrina *rebus sic stantibus* y justificar un legítimo desistimiento del oferente con base en la desaparición de la base del negocio proyectado. Del mismo modo, una emisión de valores no participativos que alterase sustancialmente el pasivo de la sociedad afectada en contra de la política de endeudamiento vigente en el momento de anunciar su opa —política en sentido amplio, con independencia de su forma o expresión— podría inducir al oferente a retirar su oferta con base en el principio de conmutatividad, si considerase que la emisión ha depreciado el valor de la sociedad afectada por debajo de la contraprestación ofrecida al elevar el riesgo de crédito de la sociedad, incrementar su coste de financiación o dificultar su acceso a otras fuentes de financiación, entre otros motivos plausibles; recuérdese que las características de la oferta no pueden modificarse a la baja salvo en caso de reparto extraordinario de dividendos.

Ahora bien, todos estos supuestos reúnen una misma condición: la idoneidad para impedir el éxito de la oferta. El propio artículo 28.1.a) del RD de Opas expresa esta condición en su último inciso (“*ninguna emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta*”). Por ello, una emisión de valores que no justifique la revocación de la oferta, como sería una emisión de escasa entidad o inscribible en la práctica habitual de la sociedad afectada (en el “riesgo normal del contrato” si atendemos a la doctrina *rebus sic stantibus*) y, por tanto, previsible y presuntamente aceptada por el oferente en el momento de anunciar su opa, no debería estar sometida al deber de pasividad. Por el mismo motivo, estarán exentas aquellas emisiones que se efectúen en cumplimiento de una obligación anterior, como las emisiones de valores en el marco de sistemas de remuneración ya devengados o para atender derechos de conversión o suscripción legalmente ejercitados.

Para finalizar, la redacción del artículo 8.1.a) del RD de Opas se separa de la Directiva de Opas y de su transposición en el TRLMV, donde se hace referencia a “*cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad*”. Curiosamente, el RD de Opas mantiene esta redacción en el enunciado general del deber de pasividad y, sin embargo, la reformula en la enumeración de conductas prohibidas. La formulación de la Directiva de Opas es coherente con su definición de valores, pues el control de la sociedad está intrínsecamente ligado al ejercicio del derecho de voto; solo una emisión de valores que confieran derechos de voto diluirá la participación política del oferente y exigirá de una mayor aceptación de la opa para alcanzar el control deseado, dificultando así su obtención. No obstante, la reformulación de la letra a) del artículo 28.1 nos parece muy acertada. Al considerar diversos motivos al margen del entorpecimiento de la toma de control, abarca un mayor número de conductas con capacidad de impedir el éxito de una opa y, por tanto, cumple

mejor con el propósito del legislador de proporcionar un criterio interpretativo del enunciado general del deber de pasividad.

## 2.2. Operaciones sobre valores

La segunda conducta expresamente recogida en el artículo 28.1 del RD de Opas consiste en efectuar o promover, directa o indirectamente, operaciones sobre los valores a los que afecte la opa o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores, cuando puedan impedir el éxito de una opa (letra b)). Esta conducta no se menciona en la norma comunitaria. Sí estaba prevista en cambio en el régimen español anterior, aunque la prohibición se ceñía a “*efectuar*” operaciones sobre valores afectados por la opa y exigía un elemento intencional: la voluntad de perturbar la oferta.

De nuevo, la norma tipifica dos conductas distintas: las de “*efectuar*” y “*promover*”. La primera se refiere indudablemente a la ejecución de las operaciones indicadas en el precepto<sup>71</sup>. Las operaciones sobre valores pueden ejecutarse, con carácter general, por cuenta propia o ajena. En particular, un órgano colegiado como el consejo de administración tan solo ejecutará operaciones por cuenta de la sociedad a la que administra. ¿Se extiende esta prohibición a las operaciones que realicen, en su caso, los administradores de la sociedad afectada por cuenta propia o por cuenta de terceros ajenos a esta sociedad? A nuestro juicio, la respuesta es negativa puesto que, en ese tipo de operaciones, los administradores no estarían actuando en su condición de administradores de la sociedad afectada, sino en su condición de personas físicas dueñas de sus actos, ya sea como accionistas, como inversores o como meros mandatarios del tercero por cuenta del que operan. Yendo al extremo, el consejero dominical con facultades para ejecutar operaciones por cuenta del accionista representado podría hacer uso de las mismas para ampliar la participación en la sociedad afectada y rechazar la oferta en la parte correspondiente. En ningún caso estaría sirviéndose de sus prerrogativas como administrador de la sociedad afectada para efectuar la operación en cuestión. Como excepción a lo anterior, la prohibición sí se extendería a las operaciones que los administradores de la sociedad afectada realizasen en su condición de administradores de las sociedades del grupo o bien actuando en concierto puesto que también en dichas condiciones estarían sujetos al deber de pasividad<sup>72</sup>.

Respecto a la promoción de las operaciones, en nuestra opinión debe interpretarse en el mismo sentido que la extensión del deber de pasividad a las personas que actúan en concierto, de tal manera que habrá de exigirse que la operación ejecutada por un tercero no solo haya sido ideada por el órgano de administración de la sociedad afectada u otro sujeto vinculado por deber de pasividad, sino también bajo una cobertura total o parcial del riesgo inherente a la operación

---

<sup>71</sup> Según nos indica la Real Academia Española, “efectuar” significa “poner por obra o ejecutar algo, especialmente una acción”.

<sup>72</sup> *Vid supra* “Alcance subjetivo del deber de pasividad”.

por parte de éste. En este sentido, se ha argumentado que, en caso de búsqueda de ofertas competidoras, el órgano de administración de la sociedad afectada no debe ofrecer incentivos desproporcionados que anulen el interés legítimo del caballero blanco de formular una oferta competidora —o, en este caso, de adquirir una participación duradera en la sociedad afectada— frente al puro interés del órgano de administración de frustrar la oferta inicial<sup>73</sup>.

Además, se plantea si es sancionable la mera promoción de operaciones que no conduzca a ninguna actuación efectivamente perjudicial para la opa. Así debe ser, puesto que la conducta prohibida no es la ejecución de operaciones promovidas o fomentadas por un destinatario del deber de pasividad. Cuestión distinta es la mayor dificultad del demandante para probar una conducta tentativa (tentativa no porque la norma prohíba este grado de ejecución, sino porque la propia conducta prohibida iba encaminada a un fin que no se ha consumado). Esta misma interpretación nos parece válida para “*los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores*”, pues “promover” y “fomentar” son sinónimos<sup>74</sup>.

Siguiendo con el análisis de la norma, ésta prohíbe la realización de estas conductas “*directa o indirectamente*”. El objetivo no es otro que evitar la elusión de esta norma interponiendo a un tercero en la realización de la conducta prohibida. Así, el órgano de administración de la sociedad afectada no podrá acordar la operación y delegar su ejecución en un tercero ajeno. En puridad, la actuación de los órganos colegiados necesariamente será indirecta, pues el órgano como tal no tiene voz —en el sentido literal de la palabra— para dar la orden ni manos para pulsar el botón de ejecución. No obstante, el consejero delegado al que se haya otorgado las facultades necesarias sí tendría voz y manos y, aun así, podría valerse de la voz y las manos de un tercero. A ello podría objetarse que la extensión del deber de pasividad a los meros apoderados impediría en todo caso la realización de la conducta. No obstante, la prohibición de la actuación indirecta parece acertada en pos de una mayor seguridad jurídica<sup>75</sup>.

A continuación, el artículo 28.1.b) del RD de Opas define las operaciones prohibidas como las “*operaciones sobre los valores a los que afecte [la opa] o sobre otros*”. La conducta paradigmática cubierta por esta prohibición es la adquisición de valores propios por la sociedad afectada y su posterior mantenimiento en autocartera o enajenación a un tercero contrario a la oferta con el fin de reducir sus posibilidades de éxito o, en el extremo, de impedir al oferente adquirir el porcentaje al que haya condicionado su oferta<sup>76</sup>. También abarcaría las operaciones

---

<sup>73</sup> ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los mercados de valores”, *op. cit.*, p. 90. *Vid supra* “Las personas que actúen concertadamente”.

<sup>74</sup> La primera acepción del verbo “fomentar” es precisamente “promover” según la Real Academia Española.

<sup>75</sup> No son pocos los problemas planteados por la referida extensión del ámbito subjetivo del deber de pasividad. *Vid supra* “Los órganos delegados o apoderados”.

<sup>76</sup> En relación con la adquisición de autocartera, destaca la práctica empleada en Estados Unidos del *greenmail*, consistente en recomprar a un accionista significativo su paquete accionarial con una prima considerable con el fin de evitar el lanzamiento de una opa hostil por su parte. Los Tribunales la amparan en la

sobre valores de la sociedad afectada realizadas con el fin de aumentar la cotización bursátil por encima del precio de la opa<sup>77</sup>. La prohibición también se extiende a las operaciones sobre otros valores distintos de los afectados por la opa cuando puedan impedir el éxito de la misma. Esta norma prohibiría la adquisición por la sociedad afectada de una participación superior al diez por ciento en el oferente que determinase la imposibilidad de éste de adquirir una participación recíproca en exceso del referido porcentaje (artículos 151 a 155 de la LSC), o la adquisición de acciones del oferente para asistir a la junta general y votar en contra de la aprobación de la oferta a cuya obtención se haya condicionado la opa (artículo 13.2.c) del RD de Opas). Podría también quedar prohibida la suscripción de valores emitidos por cualquier otra sociedad que entrañara una inversión relevante para la sociedad afectada y modificara sustancialmente la composición de su activo o no estuviera alineada con su estrategia de inversión habitual<sup>78</sup>. De nuevo aquí parece conveniente sustituir el concepto de “valores” por el de instrumentos financieros pues, a modo ilustrativo, la suscripción de un futuro sobre acciones entraña los mismos efectos que la pura adquisición de acciones, aunque con efecto diferido en el tiempo.

En relación con la prohibición de operar sobre los valores a los que afecte la opa, se plantea cómo debe interpretarse esta norma en el supuesto de que la sociedad afectada disponga de acciones en autocartera (sobre las que naturalmente también versará la oferta). ¿Los administradores de la sociedad afectada pueden (¿deben?) aceptar o rechazar la oferta en relación con dichas acciones? La cuestión no es vana pues la decisión puede tener un impacto determinante en el resultado de la opa, especialmente si se ha condicionado a un umbral de aceptación mínima. En el capítulo siguiente analizamos con mayor detenimiento esta cuestión, aunque referida a la toma de esta decisión en la fase previa. A nuestro juicio, no obstante, la conclusión es la misma con independencia del *momentum*. En la medida que la decisión necesariamente debe tomarse e inevitablemente afectará al resultado de la opa, los administradores deben plantearse la cuestión desde la perspectiva de cualquier otro destinatario de la oferta, valorando cuestiones tales como la razón por la que se adquirieron acciones propias, su coste o la utilidad de conservarlas frente a la posibilidad de obtener su precio en efectivo o de sustituirlas por otros valores<sup>79</sup>.

---

*business judgement rule* solo si se demuestra su realización en aras del interés social. Esta práctica es altamente discutible, tanto por la disparidad de trato que implica como por el (mal) uso de activos sociales para bloquear una amenaza de opa al margen de la voluntad de los restantes accionistas de la sociedad afectada. En contra de la práctica, *vid* REDWOOD, J., “Corporate greenmail”, *Corporate & Business Law Journal*, vol. 9, 1996, pp. 139-162.

<sup>77</sup> Estas operaciones, además de infringir el deber de pasividad, podrían llegar a considerarse manipulación de mercado a menos que se demostrara la existencia de razones legítimas para su realización.

<sup>78</sup> En el caso de sociedades del grupo, el aumento de capital debería haber sido lanzado con anterioridad al anuncio de la opa, pues de lo contrario su ejecución estaría teóricamente sujeta a la autorización de la junta general de la sociedad afectada de conformidad con lo previsto en el artículo 28.2 del RD de Opas.

<sup>79</sup> *Vid infra* “Aceptación o rechazo de la opa por la autocartera”.

Por último, esta segunda prohibición también se circunscribe a aquellas conductas que puedan impedir el éxito de la oferta. Estarían permitidas en cambio operaciones como las de escasa relevancia o las que se llevasen a cabo para atender compromisos anteriores (*e.g.*, la compra y entrega de acciones en el marco de un sistema retributivo).

### 2.3. Enajenación, gravamen o arrendamiento de activos sociales

La letra c) del artículo 28.1 del RD de Opas prohíbe a los administradores proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales que pueda impedir el éxito de una opa sin el previo consentimiento de la junta general. Esta prohibición tampoco está recogida en la Directiva de Opas, pero sí lo estaba en el artículo 14 del RD 1197/1991 en términos prácticamente idénticos a los actualmente en vigor.

La primera cuestión que surge en torno a este precepto es puramente lingüística. Extraña que la conducta prohibida sea “*proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento*” en lugar de enajenar, gravar o arrendar. Se plantea si la introducción del verbo “*proceder*” encierra algún significado adicional o se trata de una redacción graciosamente rimbombante. La Real Academia Española nos indica que el término “proceder” puede significar “pasar a poner en ejecución algo a lo cual precedieron algunas diligencias” o bien “continuar en la ejecución de algunas cosas que piden tracto sucesivo” (las demás acepciones no interesan). Se infiere del uso del término que la actuación prohibida es la propia ejecución de la enajenación, gravamen o arrendamiento, dándose por sentado la existencia de actuaciones previas encaminadas a la consecución de la operación. ¿Significa esto que las meras actuaciones preparatorias no están prohibidas por el deber de pasividad? No deberían estarlo siempre y cuando la decisión última relativa a la ejecución o no de la operación se reservase a la junta general de acuerdo con lo previsto en el artículo 28.1 del RD de Opas. Ello es coherente con nuestra interpretación del propio deber de pasividad como una limitación de la autonomía de los administradores en lo que a la toma y ejecución de decisiones se refiere, pero no como una restricción de su derecho de iniciativa. Ahora bien, la fase preparatoria habría de ajustarse a las normas de conducta que tratamos más adelante, en el capítulo relativo precisamente a la preparación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa.

Las operaciones cuya ejecución está vinculada por el deber de pasividad son la “*enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales*”. Respecto al tipo de operaciones prohibidas, todas ellas comparten el efecto de alterar el patrimonio social: la primera mediante la salida de un activo social; la segunda mediante la vinculación de un activo social al cumplimiento de una determinada obligación; y la tercera mediante el traspaso del uso y disfrute de un activo social a un tercero. Respecto a esta última, no cabe interpretar que la posición del destinatario del deber de pasividad sea la de arrendatario pues, en ese caso, el legislador no se habría referido a los activos sociales sino a activos en genérico. El espíritu de la norma (evitar la venta de joyas de la corona) que se explica en esta sección corrobora lo anterior.

En cuanto al objeto, la norma distingue los bienes inmuebles del resto de activos sociales. El motivo es probablemente la convicción, errónea pero venida de antiguo, del mayor valor del bien inmueble que del mueble<sup>80</sup>. A la delimitación del objeto subyace el requisito de que los activos sobre los que se opere sean significativos para la sociedad afectada. Precisamente el grado en que la operación en cuestión afecte al patrimonio social dependerá del valor relativo del activo en cuestión respecto de los activos totales de la sociedad afectada, en términos tanto cuantitativos como cualitativos.

Íntimamente conectado con ello está el requisito de que la operación pueda impedir el éxito de la oferta, expresamente exigido por el artículo 28.1.c) del RD de Opas. En efecto, la norma pretende evitar que una modificación sustancial del activo de la sociedad induzca al oferente a desistir de su oferta. Esta norma es la máxima expresión de la aplicabilidad de la doctrina *rebus sic stantibus* al negocio de las opas, pues las conductas prohibidas no son objetivamente idóneas para imposibilitar materialmente la realización de la opa o, incluso, para impedir la obtención del control. Sin embargo, se prohíben para evitar una alteración del *statu quo* de la sociedad afectada y, con ello, de las expectativas del oferente al diseñar y formular su oferta.

Por ello, el impacto de la operación en cuestión ha de ser material. La materialidad ha de valorarse tanto desde el punto de vista objetivo, con base en umbrales o cánones que ayuden a determinar la relevancia cuantitativa o cualitativa de un activo o pasivo en cuestión, como desde la perspectiva subjetiva del oferente, atendiendo a sus intenciones respecto de la sociedad afectada en caso de éxito de la opa. En cuanto a la materialidad objetiva de una determinada actuación, la normativa española de opas no aporta ningún criterio o umbral que sirva de referencia al efecto. Tampoco la doctrina o la jurisprudencia han aclarado hasta ahora esta norma. En lo que se refiere a la cuantificación de la actuación, el ordenamiento británico sí establece un umbral de en torno al diez por ciento del valor total de la sociedad, estándar que nos parece razonable atendiendo a la finalidad de la norma. En todo caso, los artículos 160.f) y 511 *bis* de la LSC proporcionan una orientación acerca de la materialidad máxima que debe dejarse en manos del consejo de administración de una sociedad (y, por otra parte, restan virtualidad práctica a la regla del artículo 28.1.c) del RD de Opas al reservar a la junta general la competencia para conocer de las operaciones sobre activos esenciales). En cuanto al análisis cualitativo de la relevancia, no cabe la fijación de parámetros generales. Deberá valorarse si los activos o actividades en cuestión tienen carácter estratégico o materialmente autónomo para el negocio de la sociedad afectada pese a su menor peso cuantitativo, si representan un emblema para ella y, en definitiva, si se enmarcan en el coloquial concepto de “joyas de la corona” cuya venta inspira la prohibición analizada. Respecto de la materialidad subjetiva, habrá que estar a las manifestaciones realizadas por el oferente sobre sus intenciones y proyectos a llevar a cabo

---

<sup>80</sup> Vid FERNÁNDEZ TORRES, I., “Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas”, *op. cit.*, pp. 36-37.

con la sociedad afectada en caso de éxito de la opa para dilucidar si el activo en cuestión constituye un presupuesto clave de la decisión del oferente de formular su oferta. El silencio, naturalmente, deberá interpretarse negativamente pues los oferentes deben pronunciarse ya en el anuncio previo sobre la finalidad perseguida en la adquisición y los planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras de la sociedad afectada y su grupo para un horizonte temporal de un año<sup>81</sup>.

Huelga decir que la ejecución de las operaciones prohibidas a precio inferior al precio de mercado o razonable (la tradicional técnica de la tierra quemada) estará prohibida con independencia del valor objetivo o subjetivo del objeto enajenado por ser intrínsecamente perjudicial para el interés social.

En otro orden de cosas, llama la atención que el legislador no se haya ocupado expresamente de las operaciones sobre activos de signo contrario —como la adquisición de activos materiales para la sociedad afectada o el arrendamiento de bienes ajenos, en este caso, en la posición de arrendatario— ni de las operaciones que afecten al pasivo social —como la contratación de una financiación relevante que modifique la política de endeudamiento vigente hasta entonces—. Objetivamente, todas ellas pueden alterar significativamente el patrimonio social y las expectativas del oferente y, por tanto, justificar una retirada de la oferta. Atendiendo pues a la finalidad de la norma, es razonable entenderlas también prohibidas cuando reúnan la condición de materialidad y, por ende, la capacidad de impedir el éxito de la oferta<sup>82</sup>. Tal prohibición será de hecho exigible sobre la base del enunciado general del deber de pasividad, pues como hemos explicado la enumeración de conductas prohibidas tiene finalidad meramente orientadora.

## 2.4. Reparto de dividendos extraordinarios

La última conducta expresamente prohibida por el artículo 28.1 del RD de Opas es el reparto de dividendos extraordinarios o la remuneración de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada. Se exceptúan los acuerdos societarios aprobados y hechos públicos con anterioridad

---

<sup>81</sup> El contenido del anuncio previo está tasado en la Circular 8/2008 de 10 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores. El oferente deberá incluir, entre otras cuestiones, información acerca de la naturaleza de la oferta, su contraprestación, cualesquiera condiciones para su eficacia en caso de oferta voluntaria, la necesidad de obtener autorizaciones en materia de defensa de la competencia u otras, los acuerdos alcanzados en relación con la opa, las iniciativas bursátiles del oferente y cualquier otra información que, a juicio del oferente, pueda resultar necesaria para una adecuada comprensión de la oferta anunciada.

<sup>82</sup> En esta línea, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 646; y GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *op. cit.*, p. 2738.



al anuncio de la oferta. El reconocimiento de esta prohibición representa una novedad respecto de la Directiva de Opas y respecto del régimen español anterior a ella.

La conducta prohibida es el pago de cualquier remuneración a los titulares de valores de la sociedad afectada fuera del orden de remuneración común. La norma se refiere expresamente a dividendos “*extraordinarios*” o que no sigan “*la política habitual de reparto de dividendos*”. En consecuencia, no estarán prohibidas las remuneraciones que se enmarquen en la política retributiva vigente o que estén alineadas con las remuneraciones de ejercicios anteriores. Además, se exige que la remuneración no haya sido acordada y publicada previamente y, en definitiva, que sea imprevisible para el oferente en el momento de lanzar su oferta. No será por tanto subsumible en esta norma el pago de un dividendo a cuenta acordado y anunciado al mercado con anterioridad a la publicación del anuncio previo de la opa.

Respecto a la prohibición de remunerar “*de cualquier otra forma*”, el uso de la mayoría de los mecanismos retributivos restantes (por ejemplo, los *scrip dividends* o la adquisición derivativa de acciones con prima) puede encuadrarse en las demás prohibiciones del artículo 28 del RD de Opas. La doctrina discute si la entrega de primas de asistencia está vinculada por esta prohibición, entendiendo algunos autores, y nosotros mismos, que sí, salvo que sea práctica habitual en las juntas generales de la sociedad afectada<sup>83</sup>, y otros que solo cuando el importe no sea razonable, pues prevalece —dicen— la conveniencia de alentar la asistencia de los accionistas a la junta general en la que se delibere respecto de la aprobación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa aun cuando no sea práctica habitual de la sociedad pagar primas de asistencia<sup>84</sup>.

Por último, este precepto debe conectarse con la facultad del oferente de ajustar la contraprestación de la opa en caso de un reparto o remuneración encuadrable en el artículo 28.1.d) del RD de Opas, siempre que se preserve la equivalencia financiera de la contraprestación de la oferta y se obtenga la previa autorización de la CNMV (artículo 33.1 del RD de Opas). A la luz de esta facultad, la aptitud de la conducta prohibida para impedir el éxito de la oferta es cuestionable. La posibilidad de ajustar el precio de la opa permite restaurar el equilibrio entre las partes del negocio proyectado, de manera que pierde sentido el desistimiento basado en el excesivo gravamen que supone para una de las partes el cumplimiento de sus obligaciones como consecuencia de una modificación sustancial de la base del negocio. Aun así, la razón de esta prohibición radica de nuevo en evitar que una reducción patrimonial de la sociedad afectada con respecto a la situación anterior al lanzamiento de la oferta desincentive al oferente en la consecución del negocio propuesto.

---

<sup>83</sup> JUSTE MENCÍA, J., RENTERÍA TAZO, A., “Obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada por una OPA”, *Noticias de la Unión Europea* 285, 2008, p. 110.

<sup>84</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 648.

### 3. Actuaciones excluidas del alcance del deber de pasividad

#### 3.1. La búsqueda de otras ofertas

Tanto el artículo 9.1 de la Directiva de Opas como los artículos 134 del TRLMV y 28 del RD de Opas exceptúan del deber de pasividad la búsqueda de otras ofertas.

La primera cuestión que se plantea es la naturaleza de esta norma. ¿Se trata de una auténtica excepción al deber de pasividad (como las rentas sujetas pero exentas) o naturalmente ajena a su ámbito objetivo (como las rentas no sujetas)? Desde el punto de vista formal, los artículos 9.1 de la Directiva de Opas, 134 del TRLMV y 28.1 del RD de Opas conectan una y otra norma por medio de la expresión “*con excepción de*”. En contraste, el artículo 28.3 del RD de Opas indica que la búsqueda de otras ofertas “[n]o [está] *sujeta a la limitación* [de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo] *prevista en [él]*”. Debemos por tanto analizar la cuestión desde la perspectiva sustancial y teleológica.

La búsqueda *per se* de otras ofertas no puede impedir el éxito de la opa ya que no anula o merma el derecho de los destinatarios de la opa a decidir sobre la misma ni, *a priori*, afecta al negocio proyectado por el oferente. Ahora bien, en el caso de que la búsqueda de otras ofertas culmine en el lanzamiento de una opa competidora, este lanzamiento sí reunirá la capacidad de impedir el éxito de la opa, puesto que la aprobación de una oferta competidora es precisamente un supuesto de desistimiento permitido por el RD de Opas. En otras palabras, en el plano sustancial, la búsqueda de otras ofertas puede indirectamente causar el fracaso de una opa ya en vuelo, luego sí parece reunir, aunque sea de modo indirecto, el presupuesto exigible a las actuaciones sujetas al deber de pasividad.

No obstante, en la medida que una oferta competidora debe mejorar la inicial (y, en su caso, las competidoras ya lanzadas), su efecto no es el de anular el derecho de los destinatarios de la opa a realizar un negocio ventajoso sobre sus valores con base en sus intereses personales; al contrario, su efecto es el de sustituir el potencial negocio sobre los valores por otro presumiblemente más ventajoso para los destinatarios. Se modifica el objeto de la decisión a tomar, no se modifica el derecho a tomar tal decisión. Con base en esta interpretación finalista, algunos autores y nosotros mismos defendemos que la búsqueda de otras ofertas es corolario del deber de lealtad y del bien jurídico protegido por la regla de pasividad; carecería de sentido impedir una conducta potencialmente beneficiosa para los sujetos cuyos intereses se pretende tutelar o, todavía más, cuyos intereses deben ser tutelados por los destinatarios de la prohibición en cuestión. Siendo así, su expreso reconocimiento estaría justificado en pos de una mayor

claridad normativa<sup>85</sup>. Otros autores, en cambio, consideran que se trata de una verdadera excepción a la regla de pasividad<sup>86</sup>.

El fundamento de esta facultad de los administradores radica pues en la posibilidad de los administradores de obtener una oferta mejor y mejorar las probabilidades de los titulares de valores de la sociedad afectada de realizar un negocio ventajoso. Una actuación tal de los administradores podría venir motivada, bien por una percepción negativa de la opa inicial (de donde surge la metáfora del “caballero blanco”), bien por el ánimo de maximizar la creación de valor para los accionistas actuales. Subyace la lógica de que los administradores, por su privilegiada posición en el seno de la sociedad afectada, disponen de las herramientas necesarias para lograr una oferta mejor y, posiblemente, con mayor eficacia que los propios accionistas. De hecho, la mejor posición del órgano gestor para negociar una oferta al alza que el propio accionariado, disperso y con frecuencia desinteresado por la gestión, se esgrime como argumento en pro de la adopción de medidas defensivas por los administradores de la sociedad afectada<sup>87</sup>.

Conviene hacer tres puntualizaciones respecto de la facultad de buscar otras ofertas concedida a los administradores.

En primer lugar, los administradores deberán observar rigurosamente su deber de lealtad y asegurarse de que, con su actuación, no persiguen sus propios intereses (*e.g.*, encontrar un oferente que les prometa la continuidad en sus cargos), sino los de los accionistas. Así, no deberán en ningún caso ofrecer incentivos desproporcionados al posible caballero blanco<sup>88</sup>, y ello por dos motivos: primero, porque la entrega de un incentivo mayor que la ventaja perseguida —la mejora de la opa— supondría un perjuicio para la sociedad, económico o de otra naturaleza, injustificable desde la perspectiva del interés social; y, segundo, porque el favorecimiento de un oferente frente a otro infringe el deber de pasividad, denominado indistintamente deber de neutralidad, en virtud del cual el órgano de administración no ha de beneficiar una oferta sobre otra, sino dejar tal decisión en manos de los destinatarios de ambas<sup>89</sup>.

---

<sup>85</sup> Vid SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 400-401; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 649; GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 249-250, con amplia bibliografía al respecto; y HOPT, K., “Takeover defenses in Europe: A comparative, theoretical and policy analysis”, *op. cit.*, p. 272.

<sup>86</sup> GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, *op. cit.*, p. 503.

<sup>87</sup> Vid *supra* “El modelo estadounidense”.

<sup>88</sup> Recordamos que, en este orden de ideas, se ha aducido que, en caso de búsqueda de ofertas competidoras, el órgano de administración de la sociedad afectada no debe ofrecer incentivos desproporcionados que anulen el interés legítimo del caballero blanco de formular una oferta competidora frente al puro interés del órgano de administración de frustrar la oferta inicial (ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los mercados de valores”, *op. cit.*, p. 90).

<sup>89</sup> GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, *op. cit.*, p. 496, prefiere la expresión “deber de neutralidad” porque la alternativa parece ignorar una parte esencial del mismo, la inexistencia de un trato preferente de los administradores hacia una oferta respecto de otra.

De acuerdo con este planteamiento, la normativa de opas impone el principio de igualdad informativa, con arreglo al cual la sociedad afectada debe ofrecer un tratamiento paritario a los oferentes competidores<sup>90</sup>. Indudablemente la información privada sobre la evolución y perspectivas de negocio de la sociedad será la mayor arma de negociación del órgano de administración en la venta de la misma. Ahora bien, los administradores no deben utilizarla arbitrariamente con el fin de crear una ventaja competitiva para el oferente de su elección. Además, con carácter general, deberán ser extremadamente cautelosos a la hora de compartir información privilegiada, pues los terceros ajenos a la sociedad que accedan a ella podrían no salvaguardarla o no utilizarla adecuadamente y causar un daño irreparable a la sociedad, pese a las penalizaciones contractuales que pudieran pactarse o las compensaciones que pudieran obtenerse. Por último, deberán tener en cuenta que la normativa de abuso de mercado impone la obligación de publicar cualquier información privilegiada empleada por el oferente al formular su opa con anterioridad al fin del periodo de aceptación de la misma, y ello con el fin de garantizar la igualdad informativa entre el oferente y los posibles aceptantes de la oferta y, en definitiva, una toma de decisión informada por parte de éstos últimos<sup>91</sup>.

En segundo lugar, de la facultad del órgano de administración de buscar otras ofertas no puede inferirse un deber positivo y absoluto de actuar<sup>92</sup>. En contraste, la doctrina norteamericana sentada por los Tribunales de Delaware sí ha impuesto a los administradores de una sociedad en venta la tarea de ejercer de *auctioneers* (subastadores) una vez la venta de la sociedad deviene inevitable; en tales supuestos, adquieren la obligación de maximizar el valor monetario a obtener por los accionistas en la venta de la sociedad frente a la ordinaria obligación de defenderse ante una oferta hostil. En la misma línea, en Suecia se ha estimado que la búsqueda de ofertas alternativas no es solo un derecho, sino también un deber de los

---

<sup>90</sup> Artículo 46 del RD de Opas. Sobre la misma, *vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 569-757; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007*, *op. cit.*, pp. 925-955. Fernández de Araoz señala que el fundamento de la igualdad informativa no es tanto proporcionar a los oferentes una igualdad de condiciones en el plano informativo, objetivo inalcanzable en la práctica ante las distintas circunstancias que rodean a cada oferente (*v. gr.*, su relación con la sociedad afectada y particularmente su acceso al consejo de administración, su conocimiento del mercado y del sector), como garantizar el deber de neutralidad de los administradores y evitar que creen asimetrías informativas deliberadamente con el fin de favorecer a uno u otro oferente.

<sup>91</sup> Artículo 9.4 del Reglamento de Abuso de Mercado. *Vid infra* “Análisis de las posibles repercusiones del principio de igualdad informativa”.

<sup>92</sup> En esta línea, VIVES RUIZ, F., LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., “La oferta pública de adquisición de acciones de Altadis, S.A., búsqueda de ofertas competidoras y *due diligence*” en AA.VV., 2009. *Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2008 de los grandes despachos*, La Ley, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 6619/2011) el 15 de diciembre de 2017]. De modo similar, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *op. cit.*, pp. 2732-2733, señala que del deber de los administradores de hacer prevalecer los intereses de los accionistas no puede derivarse una actuación positiva; esto es, que los administradores no pueden basarse en el referido deber para actuar.

administradores de la sociedad afectada<sup>93</sup>. A nuestro juicio, ésta no era la intención ni del legislador comunitario ni del legislador español al exceptuar del deber de pasividad la búsqueda de otras ofertas. Ahora bien, no puede obviarse que junto con el deber de pasividad rige el deber de lealtad de los administradores frente a sus socios. Habiendo en vuelo una oferta desventajosa o meramente mejorable, ¿no se concretaría el deber de lealtad en la obligación de buscar una oferta mejor? *A priori*, la respuesta parece afirmativa<sup>94</sup>. También es el estándar de conducta que accionistas de corte norteamericano esperan de sus gestores con independencia de la nacionalidad de la sociedad en cuestión o de las concretas previsiones aplicables<sup>95</sup>. Es más, muchos asesores financieros de la sociedad afectada sugieren a los consejeros que documenten oportunamente las tareas de búsqueda efectuadas para demostrar la ausencia de una potencial oferta mejor y así quedar exentos de responsabilidad en esta materia. En sentido inverso, es habitual que los consejeros encarguen a los asesores financieros la búsqueda de otras ofertas y documenten su inexistencia. Sin perjuicio de lo anterior, la abstención de los administradores podría venir justificada por diversos motivos. A modo ilustrativo, los administradores podrían no considerar adecuado destinar recursos sociales a la búsqueda de otras ofertas en detrimento de otros negocios o actividades rentables para la sociedad, o bien estimar que las circunstancias del mercado no aconsejan una venta de las acciones en ese preciso momento. Los administradores deberán valorar y justificar la conveniencia de actuar en este sentido caso por caso en atención a las particulares características de la opa (su margen de mejora), a sus probabilidades de éxito, a los recursos disponibles, a las probabilidades de éxito de la propia actuación del consejo, a las opiniones manifestadas en su caso por los destinatarios de la opa, al interés de otros inversores en la compañía o a las condiciones generales del mercado, entre otros factores.

En tercer y último lugar, la Directiva de Opas se refiere a la búsqueda de “*otras ofertas*”. Aunque el apartado 3.a) del artículo 28 del RD de Opas equipara esta noción con la figura de la oferta competidora (no así el apartado primero), no puede descartarse la posibilidad de analizar alternativas con diferente forma, tales como una fusión o una cesión global de activos y pasivos. En la medida que estas operaciones deben ser aprobadas por la junta general de las sociedades afectadas, únicamente correspondería al órgano de administración su preparación y negociación que, como hemos anticipado, no debería quedar sujeta al deber de pasividad<sup>96</sup>. Atendiendo al tenor literal del artículo 28.3.a) del RD de Opas, esta conducta se ampararía en el principio general del deber de pasividad. En contra de esta tesis puede argumentarse que los

---

<sup>93</sup> Vid *supra* “El modelo estadounidense” y “El deber de pasividad en el ordenamiento sueco”.

<sup>94</sup> En esta línea, DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 536, señalan que “*pudiera pensarse que [la] obligación [de los administradores de buscar una oferta más provechosa] resulta del deber que se impone al órgano de administración de hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios*”.

<sup>95</sup> Vid *supra* “Significado jurídico-societario de los modelos normativos expuestos”.

<sup>96</sup> En esta línea, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 629.

titulares de valores no serían totalmente libres de aceptar o rechazar la oferta, sino que quedarían vinculados por el acuerdo de la mayoría adoptado en sede de junta general. No obstante, debe tenerse en cuenta que sucede otro tanto en el caso de que la junta general acuerde una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa y que, en todo caso, tanto la LSC como el régimen especial de modificaciones estructurales prevén mecanismos de protección para los socios contrarios al acuerdo en cuestión (en particular, el derecho de impugnación del acuerdo social o de la propia operación). Incluso los titulares de valores distintos de acciones tendrían legitimación para impugnar el acuerdo social correspondiente, pues podrían acreditar la existencia de un interés legítimo siempre que se hubiera perjudicado su derecho a realizar un negocio ventajoso con sus valores, o reclamar el resarcimiento de los daños y perjuicios sufridos.

### **3.2. Las actuaciones sin capacidad de impedir el éxito de la opa**

#### **3.2.1. Consideraciones generales**

Del enunciado general del deber de pasividad se infiere, *a sensu contrario*, que no estarán sujetas a ninguna limitación las actuaciones que no tengan capacidad de impedir el éxito de una opa, entendida ésta como capacidad para provocar el desistimiento del oferente por imposibilidad material de llevar a cabo su oferta o inviabilidad manifiesta del proyecto emprendido, o bien como capacidad de causar un resultado negativo de la opa al margen del nivel de aceptación o rechazo por los restantes destinatarios de la opa. Así, los administradores y los restantes destinatarios de la regla de pasividad conservarán plenas competencias para desarrollar actividades o realizar actos que no tengan trascendencia sobre la oferta pendiente.

En particular, recapitulando lo indicado en la sección anterior, no deberán reputarse prohibidas las operaciones de escasa entidad o inscribibles en la práctica habitual de la sociedad afectada y, por tanto, previsibles por el oferente en el momento de anunciar su opa, ni aquellas que se realicen en cumplimiento de compromisos adquiridos con anterioridad al anuncio de la oferta. El motivo es que todas ellas formarían parte del *statu quo* conocido y aceptado por el oferente y del “riesgo normal del negocio”. Puede reputarse normal (“normal”: “dicho de una cosa, que se halla en su estado natural” según la Real Academia Española) que una sociedad siga funcionando como hasta ahora y es lógico que el impacto de dicho funcionamiento forme parte del riesgo que se asume al proyectar la compraventa de esa sociedad a sabiendas de la dilación entre el momento de oferta y el momento (en su caso) de liquidación de las compraventas resultantes<sup>97</sup>.

---

<sup>97</sup> Recuérdese la objetivación del fundamento técnico de la *rebus sic stantibus*, en virtud de la cual se aplicará la doctrina cuando se produzca una mutación sobrevenida de la base del negocio que desvirtúe su sentido o finalidad económica y no pueda inscribirse en el riesgo normal del mismo. *Vid supra* “Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa”.

Tampoco habrán de restringirse las actuaciones tendentes a convencer a un tercero de llevar a cabo una determinada actuación (v. gr., la adquisición de valores de la sociedad afectada por un tercero que vaya a rechazar la oferta) cuando la sociedad afectada no participe del riesgo de la actuación y el tercero lo asuma plena y libremente. En estos casos, la actuación capaz de impedir el éxito de la opa no sería imputable a los destinatarios del deber de pasividad. Puede establecerse una analogía entre esta postura y nuestra interpretación del concierto a efectos de determinar el alcance del deber de pasividad: la persona en concierto deberá ser una suerte de persona interpuesta, quedando el riesgo total o parcial de la actuación en cuestión a cargo del destinatario directo del deber de pasividad. El fundamento, recordamos, es que esta norma no pretende limitar la autonomía de terceros ajenos a la sociedad afectada, que bien pueden oponerse al éxito de la opa por los motivos que consideren oportunos. Naturalmente, el proceso de negociación, convicción o meros contactos con estos terceros deberá observar todas las normas necesarias a efectos de garantizar la correcta formación de la voluntad de dichos terceros.

Igualmente, atendiendo al nexo causal que ha de establecerse entre la actuación capaz de impedir el éxito de la opa y la frustración de la finalidad perseguida por el oferente, deberán permitirse las actuaciones que cuenten con el plácet del oferente por cuanto no comportarán riesgo de retirada de la oferta<sup>98</sup>. Lo anterior liga con la necesidad de valorar la idoneidad para impedir el éxito de una opa desde la perspectiva subjetiva, en atención a los intereses manifestados por el oferente y a la *ratio* de su oferta. La CNMV se ha pronunciado en este sentido recientemente, si bien sujeta la decisión definitiva al análisis *ad hoc* de cada caso concreto<sup>99</sup>.

Además, en línea con la facultad de buscar otras ofertas y su finalidad de contribuir a la realización de un negocio ventajoso por los titulares de valores de la sociedad afectada, los administradores estarán facultados para negociar con el oferente una mejora de las características de su oferta o sus planes e intenciones acerca de la sociedad en el caso de éxito de la opa, so pena de emitir una opinión desfavorable al respecto (en el bien entendido de que el sentido de la opinión no podrá depender de la repercusión de la oferta en los intereses particulares de los propios administradores de la sociedad afectada). La importancia de esta actuación en términos cualitativos y de frecuencia nos lleva a tratarla separadamente en el apartado siguiente.

Partiendo también del principio general delimitador del alcance objetivo de la pasividad, podemos concluir que las conductas encaminadas a influir en la decisión de los destinatarios de la opa no deberían subsumirse en la regla de pasividad, siempre y cuando no entrañasen un

---

<sup>98</sup> *Vid infra* “Obtención de consentimiento del oferente”.

<sup>99</sup> Ver el documento de preguntas y respuestas sobre opas publicado por la CNMV el 5 de diciembre de 2018, disponible en [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAs\\_OPAs.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAs_OPAs.pdf) [fecha de consulta: 6 de diciembre de 2018].

vicio del consentimiento de aquéllos. En consonancia con ello, la normativa de opas no solo permite a los administradores opinar sobre la opa, sino que les obliga a hacerlo cuando menos por la vía de un dictamen motivado y detallado. Siendo así, nada obsta para que los administradores expresen su opinión en algún momento anterior o por otras vías cuando lo consideren adecuado o pertinente —de nuevo, como sucede con la búsqueda de otras ofertas, de la facultad no puede inferirse la obligación absoluta—. Por la relevancia de esta posible actuación, su interrelación con la obligación de los administradores de pronunciarse sobre la opa y la frecuencia con la que se lleva a cabo, merece la pena abordarla con más detenimiento. Es el propósito del apartado subsiguiente y, en referencia al informe, del capítulo VI de este trabajo.

Por último, la doctrina se ha planteado la posibilidad de los administradores de emprender acciones y recursos judiciales en contra de una opa y ha concluido unánimemente que la formulación de una opa no justifica la incapacitación de los administradores para representar a la sociedad en juicio por cuanto sería contrario al derecho constitucional de la sociedad a obtener la tutela judicial efectiva<sup>100</sup>. Así lo entendieron también la CNMV y los Tribunales españoles en el contexto de la opa de Gas Natural SDG, S.A. sobre Endesa, S.A. formulada en el año 2006, paradigma de las operaciones hostiles llevadas ante los Tribunales<sup>101</sup>. De nuevo, el interés social de la sociedad afectada vendría protegido por los deberes fiduciarios de los administradores, que les impedirían recurrir a la litigación sin justificación de fondo a la luz del interés social.

### 3.2.2. Especial consideración de las negociaciones con el oferente

Del mismo modo que se autoriza a los destinatarios del deber de pasividad a buscar otras ofertas (mejores que la inicial, se presupone), la ley no impide que se lleve a cabo un acercamiento al oferente para promover una mejora de su oferta, ya sea en términos del alcance de la oferta, del importe o la naturaleza de su contraprestación, de sus condiciones o de los planes estratégicos en caso de éxito de la opa, entre otros. En sentido estricto, solo las tres primeras categorías

---

<sup>100</sup> Para una exposición detallada al respecto, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, pp. 159 y ss. En la misma línea, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *op. cit.*, pp. 2743-2744. DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 539, sostienen la posibilidad del órgano de administración de interponer aquellos recursos que considere convenientes para los intereses de los accionistas sin previo consentimiento de la junta general, sin perjuicio de una posterior ratificación por la misma.

<sup>101</sup> Vid el auto del Tribunal Supremo (pleno de la Sala de lo Contencioso-Administrativo) de 28 de abril de 2006 (La Ley 57471/2006) en el que el Tribunal Supremo afirma que el derecho de los destinatarios de la opa a decidir sobre su idoneidad no puede ignorar que “[la sociedad afectada] en su consideración abstracta de entidad mercantil, tiene derecho a obtener la tutela judicial efectiva, y este derecho se ejerce, según la Ley de Sociedades Anónimas (art. 127 y 128), por sus administradores, a los que los accionistas, reunidos en Junta General, les han otorgado la defensa de los intereses sociales (art. 123 LSA)”.



constituyen una modificación de la oferta (tanto por el contenido de la oferta desde el punto de vista jurídico como por la expresa previsión en este sentido del artículo 31.1 del RD de Opas). No obstante, la modificación de los planes estratégicos posteriores a la opa también puede suponer una mejora de la opa, no para los destinatarios aceptantes, pero sí para los destinatarios que vayan a rechazarla, así como para la sociedad afectada y otros grupos de interés por ella afectados. Por ello, no es infrecuente que las negociaciones con el oferente abarquen también estos aspectos, más allá de las puras características del negocio jurídico de compraventa ofertado.

Una actuación en este sentido no reúne la capacidad de impedir el éxito de la opa puesto que no es elemento suficiente para justificar su retirada (al no imposibilitarla ni dar lugar a la aplicación de la doctrina *rebus sic stantibus*) ni tampoco puede influir en su resultado al margen de las decisiones individuales de sus destinatarios. Por ello, no nos encontramos ante una excepción —implícita— al deber de pasividad. Podría argumentarse que este tipo de actuaciones es subsumible en la categoría “búsqueda de otras ofertas”, si se considera que la oferta modificada constituye una nueva oferta que automáticamente sustituye y extingue la inicial. A nuestro juicio, no se trata de una novación extintiva por diversos motivos. Primero, el RD de Opas se refiere a la modificación de las características de la oferta sin hacer mención de ningún tipo a una oferta inicial y extinta y una oferta nueva. Se refiere, todo lo más, a la “oferta revisada” (artículo 31.7). Segundo, el proceso de modificación de la oferta está regulado de tal manera que se tramita como parte del expediente ya abierto para la oferta, siendo necesario únicamente obtener la autorización del regulador, novar el contrato (el folleto explicativo) y realizar las pertinentes comunicaciones respecto de las modificaciones propuestas, y no respecto de la totalidad de la oferta revisada. Tercero, las aceptaciones de la oferta ya otorgadas no decaen automáticamente ante la modificación de la oferta. Y, cuarto, en ningún precedente de modificación de opa se ha hecho uso de lo dispuesto en el artículo 1204 del Código Civil en relación con las novaciones extintivas. Con todo, aun cuando fuera una novación extintiva y, por tanto, se incardinase en la categoría de “búsqueda de otras ofertas”, nos remitimos a nuestras reflexiones sobre la naturaleza jurídica de estas actuaciones y su ordenación respecto al objeto del deber de pasividad.

Así las cosas, consideramos que, ante una opa con unas determinadas características, los administradores de la sociedad afectada pueden y deben valorar la conveniencia o necesidad de promover una mejora de aquéllas. Como hemos señalado respecto de la búsqueda de otras ofertas, cualquier actuación en este sentido deberá analizarse desde la perspectiva del interés social y estar encaminada a proporcionar a los titulares de valores las mejores condiciones de venta posibles. Los administradores deberán por tanto observar rigurosamente su deber de lealtad, sin poder convertir en el objeto de la negociación sus intereses particulares (o, desde luego, sin que estos intereses puedan influir en su pronunciamiento sobre las bondades de la opa).

Además, igual que en el caso de la búsqueda de ofertas competidoras, de la facultad de negociar con el oferente no puede inferirse una obligación positiva y absoluta de actuar. Es cierto que el deber de lealtad puede interpretarse *a priori* como una obligación de optimizar o intentar optimizar las condiciones de venta de los valores de la sociedad. Además, dada la relevancia de la opa para los intereses accionariales, puede ser difícilmente justificable y, sobre todo, difícilmente comprensible por según que accionistas o inversores (estadounidenses fundamentalmente) una reacción plenamente pasiva frente al desenvolvimiento de la opa. Sin perjuicio de lo anterior, habrá que estar al caso concreto pues el deber de lealtad podría concretarse, en función de las circunstancias particulares de la opa y de la sociedad afectada, en un deber de pasividad literal; a modo de ejemplo, los administradores podrían considerar inadecuado para el interés social destinar recursos sociales a negociar una oferta que consideran de todo punto inaceptable<sup>102</sup>.

La principal arma de negociación de los administradores será la “amenaza” de tener que pronunciarse en contra de la opa y no poder recomendar su aceptación en el preceptivo informe de administradores (artículo 24 del RD de Opas). Más adelante nos ocuparemos de la obligación de los administradores de pronunciarse sobre la oferta de manera detallada y motivada. Esta obligación es extensa, pues abarca distintos aspectos de la opa en vuelo. Los administradores podrán jugar esta baza para tratar de mejorar o modificar las cuestiones que consideren perjudiciales o meramente mejorables tanto para los destinatarios de la opa como para la sociedad en su conjunto. Asimismo, los administradores podrán valorar la conveniencia de compartir información con el oferente que contribuya a adecuar las características de la opa (en particular, su precio) a la realidad de la sociedad afectada. En estos casos, deberán observar el principio de igualdad informativa al que nos hemos referido ya y que desarrollamos más adelante: los administradores habrán de tener en cuenta que la información que en su caso suministren al oferente podrá llegar a ser objeto de obligada difusión o, al menos, de obligado suministro a otros oferentes o potenciales oferentes de buena fe.

### 3.2.3. Especial consideración de la difusión de opiniones sobre la opa

Los administradores de la sociedad afectada están obligados a expresar su opinión sobre la opa con la finalidad de contrarrestar la información facilitada por el oferente y proporcionar a los titulares de valores un conocimiento integral del negocio propuesto y sus repercusiones en el cual fundar su decisión de aceptación o no. La normativa de opas impone un cauce para ello: el informe a emitir durante el plazo de aceptación de la oferta (artículos 9.5 de la Directiva de Opas y 24 del RD de Opas). Este cauce debe considerarse el mínimo obligatorio, como el conjunto de las reglas contenidas en la Directiva de Opas. Nada obsta para que los administradores expresen su opinión en algún momento anterior o por otras vías cuando lo

---

<sup>102</sup> Vid *supra* “La búsqueda de otras ofertas”.

consideren adecuado o pertinente —de nuevo, como sucede con la búsqueda de otras ofertas, de la facultad no puede inferirse una obligación—. Así, los administradores podrán emprender cualquier campaña de comunicación o realizar cuantas declaraciones respecto de la opa estimen oportunas desde el momento en que ésta haya sido anunciada al mercado. Debe tenerse en cuenta que, ante el lanzamiento de una opa, es probable que los accionistas contacten con la sociedad afectada, a través del departamento de relación con inversores, para recabar información sobre la oferta, los plazos y los pasos a llevar a cabo. Es previsible también que los accionistas acudan a la sociedad en búsqueda de asesoramiento sobre la opa o, cuando menos, de opiniones cualificadas al respecto. De ahí la utilidad del informe del consejo y, en su caso, de las restantes manifestaciones que se efectúen<sup>103</sup>.

De nuevo, las actuaciones de este tipo no constituyen excepciones al deber de pasividad porque no tienen la capacidad de impedir el éxito de la opa, en el sentido en el que hemos definido tal capacidad. En puridad, una valoración negativa de la opa sí podría causar un resultado negativo de la misma. Ahora bien, atendiendo al fundamento del deber de pasividad, hemos definido la capacidad de impedir el éxito de la opa como la capacidad de justificar la retirada de la opa o, alternativamente, la capacidad de causar un resultado negativo al margen de las decisiones individuales de los destinatarios. En otras palabras, mientras no se prive a los destinatarios de la opa del derecho a decidir sobre la misma, no se estará ante una acción objeto del deber de pasividad<sup>104</sup>.

Los administradores deberán observar en todo momento sus deberes de lealtad y diligencia. Cualquier manifestación en contra de la opa, en su caso, deberá haberse analizado a la luz del interés social y de los destinatarios de la oferta en su conjunto y deberá prepararse, como toda comunicación al mercado, con arreglo a los más altos estándares de diligencia para garantizar su corrección, veracidad y plenitud y evitar que conduzca a engaño a los inversores. Además, tendrá la condición de infracción grave o muy grave al amparo del TRLMV la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una opa con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, según la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo<sup>105</sup>.

Por último, en línea con el deber de coherencia de los administradores en el transcurso de la opa (deber que, como hemos expuesto, colige de los deberes generales de diligencia y lealtad y del deber de buena fe pre-contractual), cualquier opinión u observación que los

---

<sup>103</sup> *Vid infra* “Función del informe sobre la opa”.

<sup>104</sup> Así, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración de la sociedad afectada” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, op. cit.*, pp. 448-449. En contra, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *op. cit.*, p. 2727, que considera la recomendación de rechazar una opa como una táctica defensiva.

<sup>105</sup> *Vid infra* “Infracciones administrativas”.

administradores hagan pública deberá ser congruente con el contenido del informe emitido o pendiente de emitir. De haberse emitido ya, esta cuestión no debería plantear mayores problemas. En cambio, de estar pendiente la emisión, los administradores habrán de extremar cautelas para evitar el envío de mensajes discrepantes o contradictorios que puedan confundir y desinformar a los destinatarios de la opa. Además, a la emisión de cualquier opinión deberá preceder un ejercicio de posicionamiento sobre la opa profundo y sólido. En este sentido, puesto que desde el anuncio previo de la opa está a disposición de los administradores considerable información sobre el negocio contemplado por el oferente, es factible que los administradores comiencen a posicionarse desde ese momento (si no antes, en caso de opa pre-negociada) y a manifestarse públicamente al respecto. A todo lo anterior, naturalmente, debe añadirse lo siguiente: *ceteris paribus*<sup>106</sup>.

#### 4. Gestión de las condiciones de la oferta

Al analizar los elementos configuradores del objeto del deber de pasividad, hemos establecido que la obligación de no hacer puede tornarse, en según qué contextos, en una obligación positiva de hacer. Esto sucederá cuando una actuación por omisión de los administradores pueda mermar o anular efectivamente el derecho de los destinatarios de la opa a decidir sobre la misma. El ejemplo paradigmático es el caso de que el oferente someta el éxito de su oferta a determinadas condiciones cuya verificación precise una acción por parte de los administradores<sup>107</sup>. Conviene ahora desarrollar esta afirmación.

El argumento que la sostiene es de cariz finalista: la normativa de opas impone a los administradores de la sociedad afectada una obligación de no hacer dispensable *ex ante* por la junta general de accionistas con el propósito de salvaguardar el derecho a decidir de los destinatarios de la opa. En vista del propósito perseguido, nos parece obligado invertir la obligación cuando la alternativa sea incapaz de proteger el interés jurídico en juego. Obstaculizar, por acción u omisión, el cumplimiento de una condición *sine qua non* de la opa sería tanto como obstaculizar el éxito de la opa y, por ello, tan contrario al espíritu de pasividad como su vulneración directa. Se trata, una vez más, de equiparar la acción a la omisión con base en una interpretación teleológica de las normas.

Podría objetarse que el órgano de administración está vinculado por un deber de lealtad, concretado a su vez en un deber de independencia, que podría justificar la obstaculización del cumplimiento de una condición considerada como perjudicial para el interés social. No obstante, deben tenerse en cuenta dos cuestiones. La primera es que la normativa de opas atribuye la decisión sobre la conveniencia de la opa para el interés social a sus destinatarios. Limitar la autonomía de los administradores en relación con una serie de actuaciones y, a la

---

<sup>106</sup> Vid *infra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

<sup>107</sup> Vid *supra* “Concepto de actuación”.

postre, permitirles vulnerar el derecho protegido por la vía de la omisión carecería de lógica jurídica. La segunda tiene que ver con la regulación sustantiva de las condiciones, y es que las opas voluntarias no pueden someterse a cualquier tipo de condición (las obligatorias, a ninguna). Las únicas condiciones que se permiten son: (i) la aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o la adopción de otros acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada; (ii) un nivel de aceptación mínima de la oferta; (iii) la aprobación de la opa por la junta general del oferente; y (iv) cualquier otra que la CNMV considere conforme a Derecho. De todas ellas, solo las categorías primera y cuarta podrían requerir una actuación positiva por parte de los administradores de la sociedad afectada. Las primeras atribuyen la decisión última a los accionistas de la sociedad afectada y, por tanto, a la inmensa mayoría de los destinatarios de la opa, por lo que no vulneran su derecho a decidir sobre el éxito de la opa (a salvo de la discriminación de los titulares de valores que no sean accionistas de la sociedad afectada que la configuración del deber de pasividad entraña y contra la cual ya nos hemos pronunciado). Por su parte, las cuartas deben pasar el filtro, no pocas veces estricto, de la autoridad supervisora, que —creemos— reduce la probabilidad de que sean perjudiciales para el interés social<sup>108</sup>.

Así las cosas, entendemos que los administradores de la sociedad afectada deben realizar cuantas actuaciones sean necesarias para permitir que las condiciones de la opa se puedan cumplir. Esta obligación constituirá en muchos casos una obligación de medios. Así, por ejemplo, en el caso de acuerdos a aprobar por la junta general de la sociedad afectada, no se exigirá de los administradores que logren su aprobación, ni tan siquiera que la promuevan activamente; se les exigirá únicamente que pongan los medios para que la junta general pueda deliberar y votar sobre los acuerdos pertinentes. Como excepción, sí consideramos que los administradores podrán obstaculizar el cumplimiento de condiciones en casos de evidente gravedad y manifiestamente contrarios al interés social. Haremos esta misma interpretación sobre la facultad de los administradores de la sociedad afectada de erigirse en jueces, de fiscalizar peticiones ajenas, respecto del derecho de iniciativa de los accionistas<sup>109</sup>.

---

<sup>108</sup> En este sentido, la CNMV ha señalado que las condiciones de la oferta deben reunir los siguientes requisitos: (i) su cumplimiento debe depender de eventos ajenos a la voluntad del oferente; (ii) debe estar configurada o definida de un modo suficientemente preciso, de manera que resulte factible y simple su verificabilidad; (iii) pueda verificarse su cumplimiento o incumplimiento antes del fin del plazo de aceptación de la oferta; y (iv) sea razonable y proporcionada, de forma que no entre en conflicto con el principio de irrevocabilidad de las opas.

<sup>109</sup> *Vid infra* “Derecho a solicitar la convocatoria de la junta general”.

## 5. Dispensa *ex ante* de la junta general de accionistas

### 5.1. Las actuaciones u operaciones autorizadas por la junta general

La prohibición de emprender actuaciones que puedan impedir el éxito de una opa es dispensable por acuerdo expreso de la junta general de la sociedad afectada, que deberá adoptarse con posterioridad a la publicación del anuncio de presentación de la oferta y con los requisitos de *quorum* y mayoría exigibles a las modificaciones estatutarias. Tal excepción no está recogida expresamente en la Directiva de Opas, si bien es intrínseca a la finalidad perseguida por el deber de pasividad. El ordenamiento español, por su parte, la reconoce expresamente en el artículo 28.3.b) del RD de Opas.

La normativa de opas no comporta ninguna limitación a la actuación de los accionistas de la sociedad afectada. Al contrario, éstos están llamados a decidir sobre la idoneidad de la oferta y, en consecuencia, se amplía su círculo competencial en detrimento de las facultades del órgano gestor para garantizar su libre toma de decisión sobre el desenvolvimiento de la oferta. La normativa tampoco pretende paralizar la actividad de la sociedad afectada ni impedir la realización de actuaciones u operaciones que se consideren convenientes para el interés social aun cuando perjudiquen los intereses del oferente. Simplemente trasvasa el juicio sobre tal conveniencia al órgano soberano, a cuyos miembros se ha destinado la oferta<sup>110</sup>.

Se impone que tal juicio se produzca con anterioridad a la realización de la actuación u operación en cuestión y con posterioridad al anuncio previo de la opa. Esta limitación temporal se explica sencillamente. De un lado, se persigue que la conducta de los administradores no pueda desplegar efectos y potencialmente obstaculizar la opa sin haberse obtenido el consentimiento del órgano competente al efecto. De otro lado, se pretende que los accionistas puedan deliberar y tomar la decisión con pleno conocimiento de causa a la luz de las características de la oferta anunciada y de las manifestaciones que, en su caso, haya realizado el oferente; y que sean los actuales accionistas en cuanto que destinatarios de la opa quienes juzguen sobre la posible obstaculización del negocio que se les ofrece, en lugar de accionistas anteriores que ya hayan vendido su participación<sup>111</sup>.

Así, una vez apreciada la capacidad de una determinada actuación de impedir el éxito de una opa y valorada la conveniencia de su realización, los administradores habrán de acordar su elevación a la junta general de accionistas. A tal efecto, los administradores deben redactar un informe detallado justificativo de la propuesta de acuerdo en el que habrán de expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores. Como hemos indicado, nada obsta para

---

<sup>110</sup> Para un análisis detallado del papel de la junta general ante una opa, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, in *totum*.

<sup>111</sup> En este sentido, GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, *op. cit.*, pp. 505-506; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, pp. 629-630; Informe Winter (p. 296).

que los administradores puedan negociar o preparar cualquier conducta con capacidad de impedir el éxito de una opa siempre que su eficacia quede sujeta a la autorización de la junta general. Naturalmente, los administradores podrán pronunciarse a favor de tales conductas y recomendar su aprobación en el informe elaborado al respecto. Esta facultad no perjudica la libre toma de decisión por parte de los accionistas y es coherente con la obligación de los administradores de pronunciarse sobre la oferta, como tarde, en los primeros diez días del plazo de aceptación de la opa. La intervención de los administradores de la sociedad afectada en la fase previa a la aprobación de una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa se trata con detalle en el capítulo V siguiente.

Por otra parte, la atribución de la aprobación de actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa a la junta general de accionistas implica que solo participarán en ella los titulares de acciones con derecho de voto, en la medida que no se prevé derecho alguno de los titulares de otros valores, tan destinatarios de la oferta como aquéllos, para decidir sobre la obstaculización de la misma. A nuestro juicio, esta previsión vulnera el principio de paridad de trato previsto en el artículo 3.1.a) de la Directiva de Opas como principio general de aplicación obligatoria en todos los Estados miembros. El precepto se refiere a “*todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase*”. Parece evidente que el sintagma preposicional “*de la misma clase*” complementa al sustantivo “*valores*”, y no al grupo “*sociedad afectada*”, pues una misma sociedad no puede ser de distintas clases<sup>112</sup>. Por ello, conforme al tenor literal de la norma, podría afirmarse que cabe crear diferencias entre titulares de distintas clases de valores. No obstante, esta postura nos parece contraria al espíritu de la normativa de opas, que al fin y al cabo establece un mecanismo especial encaminado a proteger, no a los accionistas de una sociedad opada, sino a todos los titulares de valores por ella emitidos. Es incoherente equiparar a los titulares de valores distintos de las acciones con los accionistas a la hora de considerarlos beneficiarios de la normativa de opas y, a la postre, conferirles un grado de protección inferior.

De la interpretación literal del artículo 3.1.a) de la Directiva de Opas también podría concluirse que la paridad de trato se predica exclusivamente respecto de valores que confieran derechos de voto, pues así se define el término valores en el artículo 2.1.d) de la Directiva de Opas. No obstante, debe tenerse en cuenta que la Directiva de Opas es una norma *de minimis*; como tal, solo impone la equiparación de todos los valores con derechos de voto, incluidas las acciones, pero permite a los Estados miembros ir más allá y ampliar el alcance de las opas a los valores que solo confieran derechos de voto en determinadas circunstancias o que no los confieran en ningún caso (considerando 11), como de hecho hizo el legislador español<sup>113</sup>. La

---

<sup>112</sup> En las versiones francesa y alemana de la Directiva de Opas, el sintagma se acompaña de un verbo conjugado en plural (“*Tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie*” y “*Alle Inhaber von Wertpapieren einer Zielgesellschaft, die der gleichen Gattung angehören*”), lo que corrobora nuestro parecer.

<sup>113</sup> De conformidad con el artículo 3.2 del RD de Opas, una opa obligatoria debe versar sobre las acciones (incluyendo las acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la opa, tengan derecho de

enunciación del principio general de paridad de trato de la Directiva de Opas es congruente con el mínimo en ella impuesto, pero los Estados miembros que hayan ampliado tal mínimo deberían haber extendido el ámbito del referido principio consecuentemente. Yendo al extremo, ¿qué lógica tiene hacer distinciones entre el titular de obligaciones convertibles cuyo derecho de conversión en acciones de la sociedad afectada sea ejercitable inmediatamente antes del *record date* de la junta general que haya de decidir sobre la aprobación de una actuación capaz de impedir el éxito de una opa y el titular de otras obligaciones convertibles cuyo mismo derecho sea ejercitable inmediatamente después? Tanto el Informe Pennington como el Informe Winter advirtieron de esta desigualdad y propusieron soluciones al respecto por la vía del otorgamiento de un derecho de voto especial y de un canje de valores por acciones con derecho de voto, respectivamente<sup>114</sup>. Desafortunadamente, ambas recomendaciones se desoyeron (quizá por error, quizá por simplificar el procedimiento, pero sin duda no por creer en el mayor derecho de unos que de otros) y los artículos 9 de la Directiva de Opas, 134 del TRLMV y 28 del RD de Opas confieren la competencia para aprobar actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa a los titulares de acciones con derecho de voto en sede de junta general de accionistas, en lugar de a los titulares de valores afectados por la opa en cuestión.

## 5.2. Las decisiones anteriores autorizadas o ratificadas por la junta general

El artículo 28.2 del RD de Opas completa el deber de pasividad con la obligación de someter a la autorización o confirmación de la junta general las decisiones adoptadas antes de entrar en vigor el deber de pasividad y aún no aplicadas total o parcialmente, que no se inscriban en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta. La ambigüedad de esta redacción, prácticamente idéntica a la recogida en el artículo 9.3 de la Directiva de Opas, suscita diversas dudas respecto de su ámbito de aplicación.

La cuestión esencial consiste en determinar de qué decisiones se trata. El precepto establece cuatro requisitos cumulativos: (i) que hayan sido adoptadas antes de la entrada en vigor del deber de pasividad; (ii) que no hayan sido aplicadas total o parcialmente; (iii) que no se inscriban en el curso normal de actividades de la sociedad; y (iv) que su aplicación pueda impedir el éxito de una opa.

Antes de entrar a analizar estos requisitos, surge una cuestión previa: ¿las decisiones adoptadas por quién? A nuestro juicio, se trata no solo de las decisiones adoptadas por el órgano de administración de la sociedad afectada, sino también de los acuerdos adoptados previamente

---

voto de acuerdo con la legislación vigente), así como los derechos de suscripción de acciones y las obligaciones convertibles en o canjeables por ellas, y podrá versar sobre *warrants* u otros instrumentos financieros que den opción a la suscripción o adquisición de acciones, ya emitidos o pendientes de emitir. Respecto a las opas voluntarias, con arreglo al artículo 13.2 del RD de Opas, podrán dirigirse tanto a acciones como a valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

<sup>114</sup> Vid *supra* “El Informe Pennington” y “El Informe Winter”.



por la junta general. La formulación de una opa sobre la sociedad afectada puede alterar significativamente la visión de los accionistas respecto de determinadas actuaciones. Así, los accionistas podrían valorar positivamente una operación en circunstancias ordinarias y sin embargo descartarla en presencia de una opa, no por su menor legitimidad, sino por su potencial entorpecimiento de la oferta<sup>115</sup>.

Sentado lo anterior, analizamos los cuatro requisitos impuestos por el artículo 28.2 del RD de Opas. En primer lugar, se exige que las decisiones hayan sido acordadas antes de la entrada en vigor del deber de pasividad. Este requisito no plantea mayor problema en el ordenamiento español. El acuerdo societario del órgano competente al efecto deberá haber sido aprobado antes de la publicación del anuncio previo de la opa. Las dudas surgirán en aquellas jurisdicciones que hayan optado por adelantar la entrada en vigor del deber de pasividad al momento en que el órgano de administración tenga conocimiento de la inminencia de la opa en virtud de lo previsto en el artículo 9 de la Directiva de Opas<sup>116</sup>.

El segundo requisito consiste en que las decisiones aun no hayan sido aplicadas total o parcialmente. El RD de Opas utiliza la noción de aplicación frente a la ordinaria distinción entre decisión y ejecución. También la Directiva de Opas en su versión española utiliza este término. Tal vez se trate de un simple traspié en la traducción, pues la versión inglesa habla de “*implemented*” y la versión francesa de “*mises en oeuvre*” (ambas expresiones traducibles por implementadas o ejecutadas). Por ello, y porque, evidentemente, no pueden someterse a autorización o confirmación aquellas decisiones que ya hayan sido ejecutadas, consideramos que el término “*aplicadas*” debe leerse como “*ejecutadas*”<sup>117</sup>. Huelga decir que, si las decisiones íntegramente acordadas y tan solo pendientes de ejecutar requieren la ratificación por el órgano soberano, aquellas que exijan de un acuerdo integrador por parte del órgano de administración la requerirán con más razón<sup>118</sup>.

---

<sup>115</sup> En este sentido se pronunció el Informe Winter (p. 296): “*En el periodo anterior a la oferta los accionistas no serán capaces de tener en cuenta y sopesar todas las circunstancias que son relevantes para su decisión sobre la OPA. Los accionistas no tienen conocimiento de las condiciones generales de mercado que prevalecen en el momento de una oferta futura potencial, no tienen información sobre el rendimiento de la sociedad hasta ese momento, no saben si se realizará una oferta ni cuándo se realizará, y no tienen información sobre si una oferta futura potencial es atractiva para la sociedad y para ellos mismos. Las circunstancias que conducen a los accionistas a autorizar al Consejo de administración la adopción de medidas para que frustre una oferta futura potencial pueden muy bien haber cambiado de modo fundamental en el momento en que efectivamente se lance una oferta. Solamente cuando una oferta ha sido anunciada y los accionistas tienen la posibilidad de discernir realmente toda la información relevante, pueden en toda justeza ser preguntados para que decidan sobre si esa OPA en concreto debería ser frustrada por el Consejo o no*”.

<sup>116</sup> Vid supra “Opciones normativas concedidas por la Directiva de Opas”.

<sup>117</sup> Así también, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas* ..., op. cit., pp. 353-354.

<sup>118</sup> En este sentido, ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “Las ofertas públicas de adquisición de valores ...”, op. cit., p. 51-52.

La doctrina discute el caso particular de los contratos, y concluye que no deben cuestionarse ni someterse a nueva autorización los contratos que ya hayan sido suscritos con terceros, aun cuando estén pendientes de ejecución, en aras de la seguridad de la contratación, tanto desde la perspectiva de terceros que legítimamente hayan contratado con la sociedad afectada con anterioridad al anuncio de la opa como desde la perspectiva de la propia sociedad afectada, que no debe ver obstaculizada su capacidad de contratar por temor a una posible declaración de ineficacia en presencia de una opa<sup>119</sup>.

El tercer requisito es que la decisión no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad. Esta norma contrasta con el enunciado general del deber de pasividad, que no excluye automáticamente las actuaciones inscribibles en el curso ordinario de la sociedad, sino que atiende exclusivamente a la capacidad de impedir el éxito de una opa. Esta diferencia no puede justificarse por la inexistencia de conflicto de interés con anterioridad al anuncio previo de la opa, pues supondría sustituir la capacidad por la intencionalidad como criterio delimitador del deber de pasividad. Debe entenderse que el legislador no ha estimado oportuno alterar el curso de las actividades habituales de la empresa que habría tenido lugar en ausencia de opa por considerar que éste forma parte del *statu quo* conocido y aceptado por el oferente a la hora de decidir sobre su proyecto de opa (*i.e.*, nuevamente, del “riesgo normal del contrato” que impide la aplicación de la doctrina *rebus sic stantibus*).

Por último, se exige que la decisión sea idónea para impedir el éxito de una opa. Aquí, nos remitimos al análisis de la capacidad de impedir el éxito de una opa que hemos realizado a lo largo de este capítulo<sup>120</sup>.

---

<sup>119</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 28. Limitación de la actuación...”, *op. cit.*, p. 634; GARRIDO GARCÍA, J.M., “El deber de neutralidad”, *op. cit.*, p. 499.

<sup>120</sup> *Vid supra* “Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa”.

## **CAPÍTULO IV. ACTUACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA EN LA FASE DE PREPARACIÓN DE UNA POSIBLE OPA. EFECTOS DE LA AUSENCIA DE DEBER DE PASIVIDAD**

### **I. PLANTEAMIENTO**

En el capítulo anterior, al examinar el alcance temporal del deber de pasividad, hemos establecido que la Directiva de Opas trató de adecuar esta norma a la realidad en que se gestan estas operaciones. A tal efecto, en vista del número de opas pre-negociadas entre las partes antes de su anuncio, se permitió a los legisladores nacionales aplicar el deber de pasividad desde que sus destinatarios tuvieran conocimiento de la posible opa y, por tanto, capacidad consciente de vulnerar el derecho de los titulares de valores a decidir sobre una operación (incierto, pero concreta) llegado el caso. Asimismo, hemos señalado que el legislador español no hizo uso de esta facultad, sino que fijó la entrada en vigor del deber de pasividad en el momento de publicación del anuncio previo de la opa. También hemos argumentado que la opción elegida por el legislador español conlleva, como principales ventajas, seguridad jurídica en torno a la exigibilidad o no de su cumplimiento y una restricción del periodo de subversión del ordinario funcionamiento de la sociedad afectada. Por el contrario (o, en consecuencia), reduce el nivel de protección del conjunto de destinatarios de la posible opa en comparación con el que se les otorga tras el anuncio de una oferta, al no reservarles la facultad de determinar el comportamiento de la sociedad afectada en lo que a la posible opa se refiere y, por tanto, al situarles en riesgo de que un tercero —los administradores— frustre la proyección de realizar un negocio ventajoso con sus acciones.

El objetivo de este capítulo es averiguar si las normas aplicables a la conducta de los administradores de una sociedad objetivo española antes de que entre en vigor el deber de pasividad (esto es, desde que tengan conocimiento del potencial lanzamiento de una opa sobre la sociedad hasta que se tome la decisión firme de formulación de la opa y se publique el anuncio previo de la misma o bien se abandone el proyecto de opa) protegen también los intereses tutelados por el deber de pasividad: (i) la tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la opa —en este caso, potencial—, que como propietarios de los valores afectados tienen derecho a gozar y disponer de ellos libremente y en las mejores condiciones posibles, y (ii) la anulación de potenciales conflictos de interés que mermen la correcta tutela del interés social por los administradores de la sociedad afectada. ¿Significa la ausencia de deber de pasividad que los administradores pueden obstaculizar cualquier tentativa de opa? Puede anticiparse que la respuesta será negativa.

A estos efectos, comenzaremos por esbozar los supuestos más habituales en los que las opas son pre-negociadas entre las partes, así como los motivos por los cuales se solicita la intervención de los administradores de la sociedad afectada. Delimitado el contexto, nos adentraremos ya en las normas aplicables y en la actuación debida por los administradores. Conviene advertir que las negociaciones previas relativas a una potencial opa diferirán, tanto en su contenido como en los sujetos involucrados, en función de los objetivos perseguidos por cada potencial oferente o vendedor interesado. La casuística puede ser tan amplia como ingeniosa cada parte, luego nos ceñiremos al estudio de los supuestos que consideramos más habituales y sobre la base de los cuales trataremos de formular un marco de actuación general para los administradores de la sociedad afectada en la fase preparatoria de una opa.

Por último, señalamos que, a lo largo del capítulo, emplearemos indistintamente los términos sociedad objetivo, sociedad en venta y sociedad afectada para referirnos a la sociedad cuyos valores se desean comprar o vender, según sea el caso, sin perjuicio de que, en puridad, en tanto que la opa no se haya anunciado, debería denominarse sociedad “potencialmente” afectada.

## **II. INVOLUCRAMIENTO DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA EN LA PREPARACIÓN DE UNA POSIBLE OPA**

### **1. Principales alternativas de gestación de una opa**

Con frecuencia se habla de la distinción entre opas “amistosas” y “hostiles” en función del posicionamiento de los administradores o accionistas de la sociedad afectada a favor o en contra de las mismas. Se denominan opas “amistosas” aquellas que son lanzadas con el beneplácito de la sociedad afectada y “hostiles” aquellas que provocan una reacción adversa por parte de ésta o, más habitualmente, de su órgano de administración. No somos partidarios de esta categorización de las opas por dos motivos: primero y más importante, por su irrelevancia jurídica y, segundo y más personal, por la incongruencia que supone, a nuestro juicio, calificar una oferta o propuesta para contratar como hostil (“hostil”: “contrario o enemigo”, según la Real Academia Española); hostil podrá ser la reacción de determinados sujetos ante la oferta, pero no la oferta en sí.

Sin perjuicio de que descartemos la categorización “amistosa – hostil”, a ella subyace una idea de la que sí precisamos: la posibilidad de que una opa sea negociada previamente entre el oferente y la sociedad afectada o sus accionistas. Habitualmente, en las opas calificadas de “amistosas” se ha producido una negociación previa con resultado fructífero (*e.g.*, un acuerdo relativo al lanzamiento y aceptación de la opa) mientras que en las “hostiles” no se ha producido ningún contacto entre las partes o, habiéndose efectuado un acercamiento, la respuesta de la contraparte ha sido negativa.

En este apartado analizamos las distintas alternativas de planteamiento de una opa y los distintos sujetos intervinientes en cada una de ellas. Como cuestión previa, señalamos que, con independencia del autor de la idea, una operación de toma de control, de adquisición o de integración podría configurarse, entre otras alternativas que no interesan en este trabajo, como (a) una compraventa privada de un paquete de control seguida del lanzamiento de una opa obligatoria (artículo 3.1 del RD de Opas) o (b) una opa voluntaria encaminada a adquirir un paquete de control y sujeta a las condiciones que el oferente considerase oportunas, incluyendo, presumiblemente, (i) que el precio de la opa se considerase equitativo o (ii) que la opa fuese aceptada por titulares de al menos el cincuenta por ciento de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y de accionistas con los que aquél hubiera alcanzado algún acuerdo relativo a la opa (artículos 13 y 8.f) del RD de Opas), con la finalidad de evitar la obligación de formular una opa obligatoria tras la voluntaria<sup>1</sup>. En la práctica española, la estructura más frecuente de entre las dos indicadas consiste en el lanzamiento de una opa voluntaria sujeta, al menos, a una de las dos condiciones referidas. Por ello es la estructura que vamos a presumir a lo largo de este capítulo, sin perjuicio de que las normas de conducta de los administradores también sean aplicables en el supuesto de opa obligatoria.

### **1.1. Planteamiento de una posible opa por un potencial oferente**

La iniciativa de formulación de una opa puede proceder, en primer lugar, de un potencial oferente que desee adquirir una participación de control en la sociedad afectada. En este caso, no es necesario que el oferente entable negociaciones con sus potenciales contrapartes con carácter previo a la formulación de la opa. Cualquier sujeto está facultado para formular una opa dirigida a adquirir un paquete de control sin necesidad de contar con el consentimiento previo de sus destinatarios, siempre, claro está, que cumpla los requisitos legalmente exigibles al efecto. No obstante, aunque tales negociaciones previas no sean imperativas, sí son legamente posibles y la práctica revela que también son frecuentes<sup>2</sup>. Analizamos a continuación los supuestos más habituales.

Por un lado, un potencial oferente puede y suele contactar con los titulares de un volumen relevante de los valores que desea adquirir para sondear las probabilidades de éxito de

---

<sup>1</sup> Para un apunte sobre las diferencias entre las opas obligatorias y las voluntarias, URÍA, F., “Artículo 2. Ámbito de aplicación objetivo” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007*, op. cit., pp. 80 y ss.

<sup>2</sup> Respecto a su legalidad, así lo reconoce expresamente el RD de Opas al permitir a la sociedad afectada el suministro de información a potenciales oferentes de buena fe (artículo 46) y el pacto con el primer oferente de una comisión en concepto de gastos de preparación de la oferta en caso de que la suya no prospere a causa de la presentación de una opa competidora (artículo 42.4). Al respecto, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 42. Condiciones de la oferta competidora” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007*, op. cit., pp. 881 y ss.

la operación que proyecta y, en su caso, negociar con ellos las condiciones de la misma. Desde la perspectiva del potencial oferente, el resultado idóneo de tal acercamiento será la suscripción de un compromiso irrevocable de aceptación de la opa que le garantice el éxito de su opa de antemano o, cuando menos, el alcance del nivel de aceptación mínima perseguido. No es preciso entrar aquí en los pormenores de este tipo de acuerdos. Resaltamos únicamente que, a grandes rasgos, podrán ser compromisos incondicionales (comúnmente conocidos como “*hard irrevocable commitments*”) o revocables por los destinatarios de la oferta en caso de lanzamiento de una opa competidora, *ergo* mejor (“*soft irrevocable commitments*”)<sup>3</sup>.

Alternativamente, un potencial oferente podrá estar interesado en asociarse con otro accionista de la sociedad afectada para ejercer su control conjuntamente o, simplemente, ser consocios de un proyecto de inversión. Subyacerá la intención del potencial oferente de no adquirir la totalidad del capital de la sociedad afectada o de fijar un techo a su inversión en la referida sociedad. En este caso, el potencial oferente podrá negociar con el accionista en cuestión el lanzamiento de una opa que no sea aceptada por éste (o que no se dirija efectivamente a los valores de éste). De nuevo, el objetivo del potencial oferente será que el accionista suscriba un compromiso irrevocable —que también podrá ser *hard* o *soft*—, en este caso, de no aceptación de la opa.

En ambos casos, el contacto previo podrá efectuarse a través de cualquier persona física integrada en la organización del accionista o bien, en caso de existir, a través del consejero dominical que lo represente en el consejo de administración de la sociedad afectada.

Por otro lado, el potencial oferente puede contactar directamente con uno o varios administradores de la propia sociedad para plantearles la operación de cambio de control y negociar con ellos sus características. En este tipo de supuestos, el objetivo del oferente suele centrarse en obtener el beneplácito del órgano de administración de la sociedad afectada y, particularmente, el compromiso, más o menos formal, de emitir una opinión favorable sobre la opa (opinión de emisión obligatoria), de manera que ésta sea “recomendada” y reciba un mayor nivel de aceptación por parte de sus destinatarios. En la práctica, este supuesto puede combinarse con el anterior. El potencial oferente perseguirá el consentimiento (más o menos vinculante) no solo de determinados accionistas de la sociedad, sino también de los administradores de ésta, en aras de garantizar en mayor grado el éxito de su oferta.

En cualquiera de los supuestos planteados, puede suceder que el potencial oferente sea ya accionista de la sociedad afectada y desee incrementar su participación por encima del umbral de control. Analizaremos las peculiaridades de este supuesto desde la perspectiva de las normas de conducta aplicables a los administradores de la sociedad afectada y, particularmente,

---

<sup>3</sup> A efectos aclaratorios, conviene resaltar que está contrastado con la CNMV que la suscripción de pactos de esta naturaleza no entra dentro de la definición de concierto con el oferente.

en caso de que el accionista-potencial oferente esté representado en el órgano de administración de la sociedad.

## **1.2. Planteamiento de una posible opa por la sociedad afectada o sus accionistas**

Es frecuente también que la iniciativa de que se formule una opa sea gestada por la propia sociedad objetivo o por accionistas de ésta interesados en vender toda o parte de su participación en ella. En este tipo de supuestos, que detallamos seguidamente, es evidente la necesidad de realizar un acercamiento y entablar negociaciones con carácter previo a la formulación de la opa.

El primer supuesto que puede darse consiste en que uno o varios accionistas relevantes de una sociedad cotizada deseen monetizar su inversión y pongan su participación a la venta en el mercado. Habitualmente, su desinversión se estructurará mediante un proceso ordenado de venta en el que los potenciales vendedores esperan obtener un precio superior al que percibirían transmitiendo sus valores en el mercado de manera ordinaria. En efecto, una orden de venta de un paquete relevante en el mercado puede influir de forma negativa en el precio de los valores afectados, en atención a la básica regla de oferta y demanda, y debido también a la probable imitación de la conducta inversora por otros inversores menos cualificados, temerosos de una bajada del valor de su inversión y dubitativos acerca de las razones de la venta de un paquete significativo (razones que, por otra parte, pueden consistir simplemente en el vencimiento del plazo de una inversión colectiva o en el alcance del objetivo de rendimiento esperado, sin relación alguna con la evolución de los precios de cotización o proyección de la misma en ese momento)<sup>4</sup>. En cambio, una venta ordenada permitirá a los accionistas vendedores seleccionar potenciales inversores interesados en la sociedad en venta y organizar con ellos un proceso de subasta a través del cual podrá optimizarse el precio de venta para, entre otras cuestiones, reflejar el valor real de la empresa e incorporar una prima de control asociada al paquete en venta. Con frecuencia, se contratará a un banco de inversión para que organice el proceso, se encargue de la búsqueda de potenciales inversores y, en su caso, proporcione una valoración de la empresa en venta que oriente a los accionistas vendedores sobre el precio al que vender sus respectivas participaciones.

Los accionistas vendedores pueden optar por liderar personalmente el proceso de venta de sus valores o por encomendar tal tarea al órgano de administración de la sociedad afectada. En la primera alternativa, el proceso de venta estará guiado por los intereses de los accionistas que lo efectúen (en este caso, de venta de su participación en las mejores condiciones posibles).

---

<sup>4</sup> Sobre la imitación de conductas inversoras, GILSON, R., KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *op. cit.*, pp. 549 y ss. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, *op. cit.*, p. 63, afirma que el procedimiento reglado de la opa pretende, entre otros, “*preservar el correcto funcionamiento del mercado de valores ante operaciones masivas de adquisición de acciones*”. *Vid supra* “Incremento de la eficiencia de los mercados de valores”.

No se puede exigir a los accionistas que tengan en consideración intereses ajenos a ellos, tales como los de los restantes accionistas o de otros grupos de interés de la sociedad, a la hora de valorar, preparar y decidir sobre una determinada inversión o desinversión<sup>5</sup>. Por el contrario, en la segunda alternativa, el proceso de venta estará supeditado en todo caso al interés social. Los administradores habrán de seguir observando en todo momento su deber de lealtad hacia la sociedad y hacia el conjunto de accionistas, quieran éstos o no desinvertir de aquélla. Durante el proceso de venta ordenada, el órgano de administración deberá velar por que se garantice la igualdad de trato hacia todos los accionistas en idénticas condiciones y no podrá favorecer injustificadamente a unos accionistas (particularmente, a los vendedores reconocidos, con participaciones significativas) frente a otros (en especial, a los minoritarios sin poder de negociación en un proceso de toma de control)<sup>6</sup>. Es por ello que la operación habrá de concebirse necesariamente como una opa, voluntaria u obligatoria, pues este procedimiento garantiza la igualdad de trato de todos los titulares de valores ante una toma de control al imponer el reparto de la prima de control y proteger el derecho de salida de todos los accionistas<sup>7</sup>.

El segundo supuesto que puede darse consiste en que sean los propios administradores de la sociedad afectada quienes planteen la formulación de una opa. Así, pueden considerar que el precio de cotización de los valores de la sociedad no refleja adecuadamente el valor de la empresa y buscar a un posible oferente que identifique el potencial del negocio y formule una oferta que capture todo el valor asociado, con la finalidad de mejorar las condiciones de salida de los accionistas que estén contemplándola o de generar valor para el conjunto del cuerpo accionarial. También pueden valorar la conveniencia de formar un núcleo accionarial estable y, al efecto, buscar inversores con vocación de continuidad en la empresa que promuevan la creación de valor sostenible a medio o largo plazo. Las alternativas son muy diversas, pero el planteamiento es único: la iniciativa de formular una opa puede proceder de los propios administradores de la sociedad afectada en atención, naturalmente, al interés social.

## 2. Reseña de experiencia en España

Desde la transposición de la Directiva de Opas en 2007 hasta diciembre de 2018, se han autorizado sesenta y cuatro opas sobre sociedades cotizadas en España, de las cuales cinco fueron formuladas por la propia sociedad con el objetivo de reducir capital, generar liquidez o adquirir autocartera y veintiuna por la sociedad o algún accionista de referencia para la

---

<sup>5</sup> En el mismo sentido, respecto de la toma de una decisión inversora en el contexto de una opa, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 453.

<sup>6</sup> Sobre la igualdad de trato tanto a nivel societario como en el plano de los mercados de valores, *vid infra* “Consideraciones previas: los principios de información e igualdad de trato”.

<sup>7</sup> Para un breve apunte del fundamento de la figura de la opa y del principio de igualdad de trato como premisa, *vid supra* “Fundamento jurídico de la figura de la opa” y “Función económica de las opas”.



exclusión de negociación. Hemos excluido este tipo de ofertas del ámbito del trabajo de investigación, por cuanto son las opas por o para tomar el control de la sociedad afectada las que pueden suscitar tensiones societarias entre las distintas partes involucradas, las que sitúan el comportamiento de los gestores de la opada en el punto de mira. De las treinta y ocho opas restantes, según la información pública disponible (esto es, según los pertinentes apartados de los folletos explicativos de las citadas opas y, en su caso, de los informes emitidos por los administradores de la sociedad afectada), treinta y una opas —más del ochenta por ciento— habían sido discutidas, negociadas o acordadas, más o menos “amistosamente”, con la sociedad afectada o sus accionistas antes de su lanzamiento. Los números son reveladores de la relevancia de esta fase de las operaciones y de la conveniencia de regular el comportamiento de los sujetos intervinientes en ella.

### **3. Razón de involucrar a los administradores de la sociedad afectada: sus facultades de gestión y representación**

Descritas las circunstancias más habituales en las que se gestan las opas “negociadas”, identificamos a continuación los supuestos en los que efectivamente participan los administradores de la sociedad afectada, pues son los que interesan a efectos de determinar las normas de conducta que les resultarán aplicables.

En primer lugar, las partes de una potencial opa pueden optar por involucrar voluntariamente a los administradores cuando lo consideren oportuno. Resulta necesario poco análisis al respecto. Los casos más evidentes se producen cuando (a) el potencial oferente plantea su proyecto directamente a uno o varios administradores de la sociedad afectada o (b) los accionistas que deseen vender sus respectivas participaciones en la sociedad encomiendan a sus administradores la gestión del proceso de venta. En relación con este segundo supuesto, se plantea si los administradores podrían denegar esta solicitud y no tomar parte en el proceso de venta. La aceptación o denegación de la solicitud habría de acordarse en todo caso desde la óptica del interés social, entendido como el interés común de los accionistas. *A priori*, la organización de un proceso de venta ordenada (*i.e.*, la búsqueda de inversores interesados en adquirir los valores de la sociedad) puede ser beneficiosa para la totalidad de los accionistas de la sociedad, siempre que consista en la búsqueda de oportunidades de negocio ventajosas para el conjunto del accionariado<sup>8</sup>. Por lo tanto, no encontramos motivos que justifiquen *per se* la denegación de esta solicitud desde la perspectiva del interés social.

---

<sup>8</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, p. 44, identifica dos distintas razones para pagar una prima de control (tres, si se contempla una combinación de las demás): (i) la confianza en producir más valor que los directivos anteriores y (ii) la confianza en apropiarse de más valor del correspondiente a la participación. De primar la segunda, naturalmente la operación dejaría de ser beneficiosa para el interés social, pues los restantes accionistas obtendrían menos valor que el correspondiente a sus respectivas participaciones. No obstante, las motivaciones de cada oferente o potencial oferente son, dice Paz-Ares, “una incógnita que seguramente nunca podremos despejar”.

Cuestión distinta es que las circunstancias específicas de la sociedad lo desaconsejen en ese momento (*e.g.*, ausencia de recursos sociales) o que, realizada la búsqueda de inversores, ninguna oferta obtenida sea meritoria a juicio de los administradores de la sociedad.

En segundo lugar, por razones evidentes los administradores estarán involucrados en el proceso de preparación de una posible opa cuando la iniciativa proceda directamente de ellos.

Y, en tercer lugar, y aquí encajaría la inmensa mayoría de los casos, será “necesario” involucrar a los administradores —necesario para dar satisfacción a los intereses de las partes, no necesario desde la perspectiva estrictamente legal o formal en lo que al procedimiento de una opa se refiere— siempre que se requiera alguna actuación o acuerdo de la propia sociedad afectada. En efecto, el órgano de administración de la sociedad afectada, en cuanto que titular de los poderes de gestión y representación de la misma, deberá participar en la toma de cualquier decisión o la realización de cualquier actuación por parte de la sociedad en relación con la posible opa (excluyendo naturalmente las materias reservadas a la junta general, que requerirán de la intervención del consejo para la convocatoria de la misma y la propuesta de los acuerdos pertinentes, pero no para la aprobación de éstos).

Respecto de la necesidad de involucrar a los administradores con base en su facultad de gestión de la sociedad, el supuesto paradigmático se produce cuando los potenciales inversores están interesados en obtener información privada de la sociedad afectada o en hacer una *due diligence* de la misma. En este caso, competirá al órgano de administración de la sociedad afectada acordar o denegar la facilitación de información y, en su caso, determinar el volumen de información a compartir con los potenciales inversores. Esta autorización deberá adoptarse por mayoría absoluta del órgano colegiado, en cumplimiento de las previsiones legales y estatutarias de convocatoria, constitución y celebración de las reuniones del órgano de administración que resulten aplicables y con la debida abstención de los consejeros conflictuados que señalamos más adelante. En caso de que se haya constituido una comisión *ad hoc* para el seguimiento de la operación y se hayan delegado las facultades pertinentes, la autorización podrá ser concedida por la propia comisión de conformidad con sus propias normas de funcionamiento<sup>9</sup>.

Se plantea si, del mismo modo que se permite la constitución y delegación de facultades en una comisión *ad hoc*, cabría delegar las facultades de decisión relativas al suministro de información privada a potenciales oferentes en los órganos delegados del consejo de administración. En puridad, tales facultades no están recogidas como facultades indelegables en los artículos 249 *bis* y 529 *ter* de la LSC. No obstante, dada la trascendencia jurídica y económica del lanzamiento de una opa sobre la sociedad afectada, el deber de diligencia (o la prudencia inherente al mismo) incita a reservar esta decisión al órgano de administración en pleno o, cuando menos, a la comisión creada expresamente al efecto y formada por los

---

<sup>9</sup> *Vid infra* “Deber de abstención: creación de una comisión *ad hoc* como solución”.

consejeros considerados idóneos para valorar la potencial operación desde la perspectiva del interés social. En este sentido, el apartado f) del mencionado artículo 529 *ter* reserva al consejo en pleno la decisión sobre las operaciones que por su elevada cuantía o especiales características tengan carácter estratégico para la sociedad. Si bien la decisión sobre el suministro de información privada no es subsumible en el concepto de “operación” —y, más importante, sin obviar que una opa no debe ser aprobada por la sociedad afectada, sino aceptada o rechazada individualmente por cada uno de sus destinatarios—, la propia opa sí encajaría en esta categoría de operaciones, luego nos parece adecuado reservar las decisiones relacionadas con la misma al pleno o a los consejeros elegidos por el pleno con base en su imparcialidad<sup>10</sup>.

En cuanto a la involucración de los administradores por su condición de titulares de la representación de la sociedad frente a terceros, ésta se producirá en caso de que el potencial oferente (o el inversor “ganador” de un proceso de venta ordenada) desee alcanzar algún acuerdo con la propia sociedad, más allá de sus accionistas, en relación por ejemplo con su estrategia empresarial o con la conservación o desinversión de determinados activos, se requerirá la intervención del órgano de administración para representar a la sociedad en las negociaciones y actuaciones al respecto<sup>11</sup>. Un examen más detenido de la facultad de representación corrobora la necesaria intervención de los administradores en cualquier negociación con un potencial oferente.

En el plano subjetivo, el titular de la facultad de representación de una sociedad potencialmente afectada por una opa será *a priori* su consejo de administración actuando colegiadamente. *A priori*, porque esta facultad no es indelegable. El artículo 233 de la LSC prevé (i) la posible delegación de la facultad de representación en uno o varios miembros del consejo a título individual o conjunto y (ii) la posible designación de uno o varios consejeros delegados o una comisión ejecutiva en el seno del consejo de administración a quienes también competirá el poder de representación de acuerdo con las reglas de atribución que se hayan fijado al efecto y con los límites señalados a continuación. El primer supuesto no es habitual entre sociedades cotizadas y, por tanto, susceptibles de ser objeto de una opa, luego partiremos de la exclusiva titularidad de la facultad de representación del órgano colegiado y, en su caso,

---

<sup>10</sup> En contra, DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El acceso de potenciales inversores a información no pública de una sociedad cotizada” en AA.VV., 2015. *Práctica mercantil para abogados*, 1ª edición, Madrid: La Ley [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 3937/2015) el 17 de abril de 2018], defiende que la información podría ser suministrada por el consejero delegado o la comisión ejecutiva de la sociedad afectada directamente, debiéndose únicamente dar cuenta de ello al órgano de administración en su siguiente sesión.

<sup>11</sup> Sobre el poder de representación en la sociedad de capital, entre otros, ESTEBAN VELASCO, G., “Artículo 234. Ámbito del poder de representación” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit., pp. 1682 y ss.; MARTÍNEZ GUTIÉRREZ, A., *La representación orgánica y voluntaria en las sociedades de capital...*, op. cit., pp. 78 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 223 y ss.; y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de sociedades*, vol. I, Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 727 y ss.

de sus órganos delegados. Además, formada la voluntad de la sociedad por el órgano colegiado, es posible facultar a un tercero, consejero o no, para declarar y ejecutar la voluntad social (siendo entonces su representación voluntaria). Y es posible también —o habitual, considerando el mayor tamaño de las sociedades cotizadas— que, haciendo uso de la figura de la representación voluntaria, el órgano de administración de la sociedad afectada haya otorgado poderes generales a uno o varios miembros del equipo directivo en virtud de los cuales éstos puedan actuar en el tráfico económico en nombre y por cuenta de la sociedad. El ámbito del poder de representación de estos sujetos es, no obstante, más restringido que el de los administradores sociales, pues se limita al tráfico o giro de la empresa. Por ello, aunque el análisis deberá realizarse caso por caso, es previsible, con base en el contenido de los acuerdos o compromisos alcanzados con mayor frecuencia en el contexto de una opa, que la adopción de tales acuerdos no sea inscribible en el giro de la empresa y que deba reservarse a los titulares de la representación orgánica.

En el plano objetivo, la facultad de representación viene legalmente delimitada por el objeto social previsto en los estatutos de la sociedad (artículo 234.1 de la LSC). Tal límite se impuso inicialmente en pro de la seguridad jurídica de las relaciones mercantiles y de la protección de terceros de buena fe que contratasen con la sociedad, a quienes se pretendía garantizar la eficacia de los actos de la sociedad y la validez de las obligaciones asumidas por los administradores en ejercicio de su facultad de representación. No obstante, en aras precisamente de la invocada protección de terceros, el objeto social ha ido perdiendo su función delimitadora hasta el punto de quedar invalidado siempre que el tercero en cuestión haya obrado de buena fe y sin culpa grave conforme a lo previsto en el apartado segundo del citado artículo 234. Tales requisitos son, a nuestro modo de ver, cumulativos, de manera que la sociedad quedará liberada de sus obligaciones cuando pruebe que medió mala fe o, alternativamente, culpa grave del tercero. A lo anterior se añade la interpretación extensiva que realiza la jurisprudencia del objeto social como límite al poder de representación, entendiendo únicamente excluidos aquellos actos que sean claramente contrarios al objeto social<sup>12</sup>. Sin

---

<sup>12</sup> En este sentido, la STS (Sala de lo Civil) 722/2006, de 6 de julio (La Ley 77117/2006) estima un recurso de casación por extralimitación de la facultad de representación del administrador sin que medie buena fe de la contraparte, citando la RDGRN de 3 de octubre de 1994, según la cual “*es doctrina consagrada en la jurisprudencia del Tribunal Supremo y en las Resoluciones de este Centro Directivo (vid. sentencias de 14 de mayo de 1984 y 24 de noviembre de 1989 y Resoluciones de 1 de junio de 1976, 2 de octubre de 1981, 31 de marzo de 1986 y 12 de mayo de 1989) la de la inclusión en el ámbito del poder de representación de los administradores, no sólo los actos de desarrollo o ejecución del objeto social sea en forma directa o indirecta, y los complementarios o auxiliares para ello, sino también los neutros o polivalentes y los aparentemente no concertados con el objeto social, quedando excluidos únicamente no los actos ajenos al objeto mismo sino los claramente contrarios a él, esto es los contradictorios o denegatorios del mismo*”. En la misma línea, la STS (Sala de lo Civil) 426/2009, de 19 de junio (La Ley /2009) afirma que “*como ha dicho la Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado de 2 de octubre de 1981, se ha de tratar de cohonestar la seguridad del tráfico y la consiguiente protección del tercero de buena fe con el principio de defensa del interés social, y cuando la salvaguarda de ambos principios no es posible se observa en el Derecho comparado una tendencia a adoptar o aproximarse al sistema germánico que da primacía a la protección del tercero y a la seguridad del tráfico*” y

embargo, la autonomía de la voluntad sí será eficaz en el plano interno de la sociedad afectada. Así pues, las limitaciones a la facultad de representación impuestas por la vía estatutaria o convencional serán oponibles dentro de la sociedad y permitirán imputar responsabilidades por los daños causados por una extralimitación en el ejercicio del cargo de los administradores frente a terceros<sup>13</sup>. Adicionalmente, la facultad de representación viene delimitada por las competencias que legalmente estén atribuidas al órgano de administración (sin que quepa una limitación estatutaria de las mismas), de manera que éste no podrá obligar a la sociedad en materias reservadas por ley a la junta general. En el mismo sentido, la facultad de representación de los órganos delegados no podrá ejercerse respecto de las materias reservadas al órgano de administración en pleno y recogidas en los artículos 249 *bis* y 529 *ter* de la LSC. Dada la trascendencia jurídica y económica del lanzamiento de una opa sobre la sociedad afectada, consideramos que la voluntad de la sociedad afectada en acuerdos relativos a una potencial opa debería ser formada por su órgano de administración en pleno.

### III. FUENTES NORMATIVAS

#### 1. Cuestión previa: ley aplicable y autoridad competente

Los artículos 4.2.e) de la Directiva de Opas y 2.3.c) del RD de Opas disponen que los aspectos relativos al Derecho de sociedades, así como el deber de pasividad, se regirán por la *lex societatis* (la ley de la jurisdicción donde la sociedad afectada tenga su domicilio social) y serán objeto de supervisión por la autoridad competente en dicha jurisdicción. ¿Son estas normas de conflicto aplicables en la fase de estudio de una opa? No se prevé expresamente y, además, el artículo 2 del RD de Opas ciñe su ámbito objetivo a las opas obligatorias y voluntarias reguladas en su articulado, sin mención alguna a las opas en potencia. No obstante, el RD de Opas incluye una serie de disposiciones que se refieren, o pueden entenderse referidas, a la fase preparatoria de una opa. A modo ilustrativo, las reglas sobre las características de una opa (alcance, precio, condiciones, etc.) deberán aplicarse desde que se contemple su lanzamiento, so pena de no obtener la preceptiva autorización de la autoridad competente. Del mismo modo, el artículo 42.4 se refiere al pago de comisiones de ruptura que, aun no siendo imperativo, en la práctica se pacta en un momento anterior a la efectiva formulación de la opa. Otro ejemplo sería el artículo 46 del RD de Opas, que impone a la sociedad afectada la obligación de preservar la igualdad informativa entre oferentes y potenciales oferentes de buena fe, obligación que podrá

---

que “[e]sa tendencia se ha acabado imponiendo también entre nosotros” y menciona a continuación la referida doctrina de la DGRN.

<sup>13</sup> Vid entre otros ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital* (dir. Bolás Alfonso, J.), Madrid: estudios de derecho judicial, núm. 24, 2000, p. 42.

resultar exigible con anterioridad al definitivo lanzamiento de una opa. Por ello, entendemos que el ámbito objetivo del RD de Opas sí abarca implícitamente esta fase previa de estudio o preparación de una opa, resultándole aplicables las citadas normas de conflicto.

En vista de lo anterior, en la referida fase, el comportamiento de los administradores de la sociedad afectada desde la perspectiva societaria se regirá por la *lex societatis*. El objeto de este capítulo se limita pues a establecer un marco de conducta para los administradores de sociedades de nacionalidad española. Lo anterior no afecta al hecho de que los aspectos propios del mercado (*e.g.*, cuestiones de transparencia o de abuso de mercado) que pudieran entrañar obligaciones para los administradores de la sociedad afectada se regirían por la *lex mercatus*. No obstante, en la medida que también trataremos ciertas normas derivadas del Derecho de los mercados de valores, asumiremos que los valores de la sociedad afectada están admitidos a cotización en las Bolsas de Valores españolas.

## **2. Inaplicabilidad del deber de pasividad. Aplicación del régimen general**

En España, el deber de pasividad de los administradores entra en vigor cuando se publica el anuncio previo de la opa y, por tanto, desde el momento en que no cabe duda de que los administradores de la sociedad afectada conocen la existencia de la opa<sup>14</sup>. En consecuencia, con anterioridad a la publicación del anuncio previo de una opa, los administradores de la sociedad afectada no vienen obligados por ninguna norma especial de pasividad, con independencia de que conozcan ya la posible, probable o cierta formulación de una opa en el corto plazo. Además, el RD de Opas apenas regula la actuación de este colectivo durante la fase de estudio o preparación de una opa; tan solo incluye algunas particularidades como son el principio de igualdad informativa y los requisitos de las comisiones de ruptura, que trataremos a lo largo del capítulo.

Por consiguiente, su conducta ante esta situación excepcional habrá de regirse por el Derecho societario aplicable con carácter general a todas sus actuaciones como administradores de una sociedad de capital y, específicamente, de una sociedad cotizada. Así, deberán observar todos los deberes inherentes a su cargo, destacando particularmente los deberes generales de diligencia y lealtad hacia el interés social<sup>15</sup>, las normas especiales que puedan resultar de aplicación para determinados acuerdos sociales y las recomendaciones del Código de Buen Gobierno en esta materia. Tampoco puede olvidarse la posibilidad de que las sociedades afectadas introduzcan particularidades en sus estatutos sociales o restante normativa interna,

---

<sup>14</sup> Para un análisis de esta cuestión y de las ventajas e inconvenientes que supone, a nuestro juicio, cada alternativa, *vid supra* “Alcance temporal del deber de pasividad”.

<sup>15</sup> *Vid supra* “Breve referencia a los deberes generales de los administradores”.

aunque este trabajo se ciña naturalmente a lo previsto en las disposiciones legales aplicables<sup>16</sup>. Además, los administradores de la sociedad afectada deberán seguir observando las normas especiales que de ordinario les resulten aplicables, entre las que destacan las reglas relacionadas con la dimensión bursátil de la sociedad (*e.g.*, las normas de transparencia o de abuso de mercado) y de la operación proyectada. En este trabajo nos referiremos particularmente a las normas derivadas de la existencia de información privilegiada.

Al margen de las normas societarias y bursátiles, hemos apuntado la relevancia del deber de buena fe pre-contractual en presencia de una opa<sup>17</sup>. Este deber cobra especial relevancia en la fase de estudio de una operación de este tipo, pues las partes solicitarán la involucración de los administradores de la sociedad afectada cuando, entre otros motivos, se requiera un acuerdo o actuación por parte de la propia sociedad. Por tanto, a ellos competirá la formación de la voluntad social en las materias concernientes a la posible opa respecto de las cuales la sociedad afectada deba pronunciarse o actuar. También les corresponderá la representación de la sociedad en cualesquiera negociaciones o acuerdos que se contemple entablar o suscribir con uno o varios potenciales oferentes. Los administradores deberán actuar de buena fe respecto de cualquier sujeto con el que interactúen y, particularmente, con cualquier posible inversor en la sociedad afectada (sin perjuicio de la prevalencia del interés social en todo momento como interés digno de protección por los administradores).

Por último, hemos establecido una obligación de coherencia en el transcurso de una opa<sup>18</sup>. La actuación de los administradores en la fase de preparación será crucial en caso de que llegue a formularse pues determinará, o debería determinar, su comportamiento en fases ulteriores. Naturalmente, esta coherencia desde la fase inicial de la operación solo podrá exigirse desde el momento en que ya estén definidas las características de la posible opa y los planes pretendidos en caso de éxito, y cuando la involucración del órgano de administración sea de tal grado que éste conozca dichas características y planes con anterioridad al anuncio de la opa. De lo contrario, la exigencia de coherencia nacerá en el momento en que se publique el anuncio previo de la opa y el órgano de administración disponga de información suficiente acerca del negocio proyectado.

---

<sup>16</sup> Sobre la autonomía de la voluntad en el marco del Derecho de sociedades, *vid* EMBID IRUJO, J.M., “Concepto, delimitación y tipología de las sociedades de capital” en AA.VV., *Derecho de sociedades de capital. Estudio de la Ley de sociedades de capital y de la legislación complementaria*, *op. cit.*, pp. 20 y ss.

<sup>17</sup> *Vid supra* “Deber de buena fe pre-contractual”.

<sup>18</sup> *Vid supra* “Deber de coherencia durante el transcurso de la opa”.

## IV. GESTIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ADMINISTRADORES

Hemos establecido que uno de los dos propósitos del deber de pasividad es neutralizar los conflictos de interés de los administradores que puedan surgir en presencia de una opa. Concretamente, hemos defendido que no se trata de su propósito primordial pues creemos que, frente a la presunción generalizada de existencia de conflictos de interés ante este tipo de operaciones, éstos deben apreciarse caso por caso, pudiendo ocurrir que respecto de una oferta en concreto no existan intereses chocantes con el interés de la sociedad afectada. No obstante, la experiencia revela la frecuencia con la que se dan estos conflictos, luego entendemos que el deber de pasividad se añade a los mecanismos previstos por el deber de lealtad para tutelar los intereses de los accionistas<sup>19</sup>.

La posible existencia de conflictos de interés en presencia de una opa es extensible a las opas en potencia, pues también en esa fase pueden los consejeros (o bien los accionistas con acceso al consejo) desarrollar intereses propios en relación con la operación proyectada que pongan en juego su imparcialidad a la hora de promover o no el éxito de aquélla. Por ello, en este capítulo nos planteamos su impacto en el régimen jurídico aplicable a la intervención de los administradores de la sociedad afectada en la fase preparatoria de una opa. El fin último es averiguar si la ausencia de deber de pasividad perjudica la tutela de los intereses accionariales frente a la existencia de conflictos de interés. A tal efecto, analizamos las normas aplicables en caso de que se produzcan éstos durante esta fase de una posible opa.

### 1. Posibles conflictos de interés: necesaria apreciación *ad hoc*

En línea con las reflexiones ya expuestas acerca de la necesaria apreciación *ad hoc* de los conflictos de interés existentes en relación con una opa, ya sea real o potencial, en este apartado nos proponemos determinar los grupos de conflictos de interés que pueden producirse en el seno del órgano de administración de una sociedad en relación con la preparación y negociación de una opa sobre los valores de ésta. A estos efectos, analizamos separadamente los conflictos de los accionistas imputables a los consejeros dominicales y los conflictos propios de los consejeros. En los consejeros independientes no se contempla la existencia de un conflicto precisamente por su categorización como independientes<sup>20</sup>. Una vez esbozados dichos grupos

---

<sup>19</sup> Vid *supra* “Neutralización de conflictos de interés”.

<sup>20</sup> En el mismo sentido RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., “Las distintas clases de consejeros. La duración del cargo de administrador” en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores. Adaptado a la Ley 31/2014, de 3 de diciembre que modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (dir. Martínez Echevarría y García de Dueñas, A.), Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2015, pp. 272-273. En general sobre el estatuto del consejero independiente, vid RODRÍGUEZ RUIZ DE LA VILLA, D., *Los consejeros independientes en las sociedades de capital españolas*, Madrid: La Ley, 2010, disponible en la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 1771/2010) [fecha de consulta el 1 de febrero de 2018].



de conflictos de interés, analizaremos las obligaciones y prohibiciones de los consejeros respecto de los que efectivamente se aprecie un conflicto.

### **1.1. Posibles conflictos de interés imputables a los consejeros dominicales**

Para poder analizar caso por caso la existencia de conflictos de interés imputables a los consejeros dominicales, y siguiendo con las alternativas de planteamiento de una posible opa ya presentadas, distinguimos entre (i) los consejeros representantes de los accionistas que impulsen un proceso de venta ordenada para vender sus respectivas participaciones en la sociedad, (ii) los representantes de otros accionistas que, aun no siendo los impulsores del proceso de venta, se adhieran al mismo y hagan suyos los intereses de vender su participación o, cuando menos, de analizar la posibilidad de hacerlo, (iii) los representantes de accionistas que, ante el acercamiento de un potencial oferente, negocien algún acuerdo con él en relación con la potencial opa (y, particularmente, algún compromiso irrevocable), (iv) los representantes de accionistas que se manifiesten abiertamente en contra del lanzamiento de una potencial opa, (v) los representantes de un potencial oferente que ya sea accionista de la sociedad y desee incrementar su participación mediante el lanzamiento de una opa y (vi) los representantes de cualquier otro accionista que se mantenga al margen de la posible opa y no se pronuncie ni a favor ni en contra de su éxito con carácter previo al lanzamiento de la misma.

A nuestro juicio, los consejeros (i) a (iii) incurrirán en conflicto pues podrán colisionar, de un lado, los intereses de los accionistas por ellos representados de que la venta salga adelante en condiciones ventajosas para ellos y, de otro lado, el interés de la sociedad, entendido como el interés común de los accionistas en la generación de valor sostenible en el medio o largo plazo. El consejero del apartado (iv) incurrirá en conflicto por los motivos opuestos. Asimismo, incurrirá en conflicto el consejero del apartado (v), debido a la posición contrapuesta del oferente frente a los restantes accionistas de la sociedad en la opa proyectada<sup>21</sup>. Los consejeros dominicales restantes en principio no estarán incursos en ningún conflicto de interés imputado por su relación con el accionista representado. No obstante, la posibilidad de que los accionistas se posicionen en cualquier momento a favor o en contra de la opa o entren a negociar algún acuerdo con el potencial oferente obliga a tratar con suma cautela la actuación de sus representantes por cuenta de la sociedad en la preparación de la opa. Advertimos que, en todos los casos, el consejero dominical puede ser el propio accionista. En este supuesto, lo indicado

---

<sup>21</sup> Respecto del consejero representante del potencial oferente, hacemos este mismo análisis en relación con la intervención en la preparación de medidas con capacidad de impedir el éxito de una opa. *Vid infra* “Posibles conflictos de interés imputables a los consejeros dominicales”. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, p. 280, toman como punto de partida del análisis de los conflictos de interés en los supuestos de adquisición por un socio significativo o de control el contagio del conflicto de interés al administrador designado por el socio involucrado en la operación de adquisición.

respecto del consejero dominical será aplicable al accionista en su condición de consejero de la sociedad afectada.

Respecto del propio accionista en su condición de tal, hemos defendido que éste podrá estudiar y acordar la venta de su participación, en caso de un accionista vendedor, o la adquisición de un paquete de control, en caso de un potencial oferente, en función exclusivamente de sus propios intereses de inversión —tesis que también defendemos en este trabajo respecto de la toma de decisiones relativas a la aceptación, rechazo o intento de impedir el éxito de una opa por sus destinatarios<sup>22</sup>—. Ahora bien, lo anterior no significa que el accionista pueda valerse de su acceso al órgano de administración para lograr sus fines personales y extrasociales. Al contrario, el administrador que lo represente (ya sea un tercero o el propio accionista) estará vinculado, en el ejercicio de su cargo, primordialmente por el interés social, entendido como el interés del conjunto de los socios<sup>23</sup>. Naturalmente, también estará facultado para promover los intereses del accionista en el seno de la sociedad; como hemos dicho, ésta es la esencia de la figura del derecho de representación proporcional y no puede obviarse ni debe deslegitimarse aduciendo la necesaria sujeción al interés social<sup>24</sup>. Pero tampoco puede obviarse que la cláusula del interés social actúa precisamente como límite, jerarquizando los distintos intereses en juego y dando origen al deber de independencia de los administradores respecto de las instrucciones y vinculaciones con terceros (artículo 228.f) de la LSC).

## 1.2. Posibles conflictos de interés propios de los consejeros

La sistematización de los conflictos de interés propios de los consejeros no es tan sencilla *a priori*, pues la existencia o no de un conflicto de interés dependerá de las circunstancias precisas de cada uno de ellos y de la estructura concreta de la opa contemplada. La doctrina ya advierte de la innumerable e inabarcable casuística que surge en torno al concepto de conflicto de interés en general y en el contexto de una operación de *M&A* en particular<sup>25</sup>. Nos remitimos a los ejemplos ya descritos al analizar el propósito del deber de pasividad de anular potenciales conflictos de interés. Así, a modo ilustrativo, habrá conflicto cuando algún potencial oferente

---

<sup>22</sup> PEINADO GARCÍA, J.I., “Abnegación y silencio en la sociedad mercantil (apuntes sobre los conflictos de interés entre el socio y su sociedad)” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 48, afirma que el socio, al votar un acuerdo en junta general, puede perseguir su propio interés.

<sup>23</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, p. 275, mencionan la obligación de los administradores de minimizar la redistribución del valor de la empresa a favor de los *insiders* (los socios de control y los propios administradores) en perjuicio de los *outsiders* (los minoritarios).

<sup>24</sup> *Vid supra* “Neutralización de conflictos de interés”. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, p. 284.

<sup>25</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, p. 275.

imponga como condición de su opa el mantenimiento o la destitución del equipo gestor, lo que, a su vez, será más o menos probable según la naturaleza de los potenciales inversores. Asimismo, el consejero que haya acordado un copioso blindaje frente a cambios de control podrá estar interesado en hacer prosperar la oferta al margen de sus repercusiones en la sociedad afectada. Existe también un amplio espectro de supuestos más difusos cuya apreciación no resulta tan sencilla, como pueden ser las situaciones del consejero tenedor de acciones de la sociedad afectada o del oferente, que podrá verse afectado por su condición de inversor y del retorno que podrá recibir en el contexto de la opa; o del consejero-socio fundador, que no podrá ignorar su vinculación afectiva con la sociedad afectada.

## **2. Deber de comunicar la existencia de conflictos de interés**

Los administradores que incurran en una situación de conflicto de interés deberán comunicarlo al órgano de administración de la sociedad *ex* artículo 229.3 de la LSC. El objetivo fundamental de informar de la existencia de conflictos de interés a los restantes administradores es que éstos puedan velar por la observancia de las normas de conducta aplicables a los consejeros afectados y, además, evitar que influyan en su propia imparcialidad a la hora de preparar y tomar decisiones relativas al asunto afectado por el conflicto de interés. Por ello, la comunicación debería producirse tan pronto como el consejero afectado tuviera conocimiento de la existencia del conflicto o potencial conflicto con el interés social en relación con la posible opa<sup>26</sup>. Ello supondrá, como veremos más adelante, la obligación de los administradores conflictuados de informar al órgano en pleno de la existencia de la potencial opa<sup>27</sup>.

## **3. Deber de abstención: creación de una comisión *ad hoc* como solución**

La apreciación de un conflicto de interés determina la obligación del administrador afectado de abstenerse de participar en la deliberación y votación de los acuerdos relativos a la preparación y negociación de la opa y, con carácter general, en dicha fase de la oferta (artículo 228.c) de la LSC). En la práctica, lo anterior suele traducirse en la creación por parte del consejo de administración de una comisión *ad hoc* formada exclusivamente por consejeros no conflictuados a la que se encomienda el seguimiento de la potencial opa<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> En la misma línea, RIBAS FERRER, V., “Artículo 229. Situaciones de conflicto de intereses” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, p. 1642.

<sup>27</sup> *Vid infra* “Deber de informar sobre la posible opa en el seno del órgano de administración”.

<sup>28</sup> Esta figura es análoga a las comisiones de fusión de origen anglosajón que se constituyen en caso de fusión entre matriz y filial. Al respecto, *vid* DE DIOS MARTÍNEZ, L., APILÁNEZ PÉREZ DE ONRAITA, E., “Las denominadas comisiones de fusión” en AA.VV., 2012. *Práctica mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2011 en los grandes despachos*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2012 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 16395/2012) el 1 de febrero de 2018]; y MEGÍAS LÓPEZ, J., “Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes. El papel del Comité Especial para fusiones y adquisiciones”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints*

La decisión de creación de una comisión *ad hoc* corresponde al órgano de administración de la sociedad afectada en ejercicio de sus facultades de auto-organización y funcionamiento, indelegables de conformidad con lo previsto en el apartado d) del artículo 249 *bis* de la LSC. En aras de una mayor independencia e imparcialidad, el correspondiente acuerdo del órgano colegiado debería valorarse y adoptarse con la abstención de los miembros ya conflictuados con la posible opa (miembros que, por el mismo motivo, quedarán excluidos de la comisión *ad hoc* y del estudio y preparación de la opa por cuenta de la sociedad afectada)<sup>29</sup>.

A continuación, analizamos los principales rasgos que suelen o debieran reunir tales comisiones en vista de la legislación y las recomendaciones de buen gobierno aplicables.

### 3.1. Composición de la comisión *ad hoc*

Habitualmente, estas comisiones se componen exclusivamente por consejeros independientes y, en su caso, por los consejeros ejecutivos respecto de los que no se haya apreciado ningún conflicto particular. A nuestro juicio, con el fin de maximizar la protección del interés social, sería recomendable limitar el acceso a este tipo de comisiones a los consejeros independientes. Sin ánimo de entrar en el estatuto jurídico de estos consejeros<sup>30</sup>, debemos señalar que su función consiste esencialmente en tutelar los intereses de los accionistas, incluidos particularmente aquellos sin acceso al consejo de administración, y controlar los conflictos de interés de los restantes miembros del órgano de administración, ya sean por cuenta propia o ajena<sup>31</sup>. En consonancia con ello, en el contexto del estudio de una posible opa, los consejeros independientes, idealmente únicos miembros de la comisión *ad hoc*, habrán de velar por los intereses del conjunto accionarial en relación con la operación proyectada y garantizar que cualquier decisión o actuación al respecto por parte de la sociedad afectada sea neutral y respetuosa con aquéllos y, en definitiva, con el interés social. En sentido similar, el Código de Buen Gobierno recomienda que la composición y organización de las comisiones de

---

*Complutense* 2010/29, 2010, disponible en [http://eprints.ucm.es/11547/1/E-Print-Javier\\_Megias.pdf](http://eprints.ucm.es/11547/1/E-Print-Javier_Megias.pdf) [fecha de consulta: 1 de febrero de 2018].

<sup>29</sup> MEGÍAS LÓPEZ, J., “Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes...”, *op. cit.*, p. 22.

<sup>30</sup> Vid RODRÍGUEZ RUIZ DE LA VILLA, D., *Los consejeros independientes en las sociedades de capital españolas*, *op. cit.*

<sup>31</sup> MEGÍAS LÓPEZ, J., “Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes...”, *op. cit.*, p. 16, define al consejero independiente como “la instancia más adecuada de control de la integridad del management” (el subrayado es nuestro; “íntegro”: “dicho de una persona: recta, proba, intachable”, según la Real Academia Española). Por su parte, HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber de diligencia: artículo 225”, *op. cit.*, p. 169, los califica de “«vigilantes de control interno» ante el riesgo de que los administradores dominicales y los administradores ejecutivos sirvan a otros intereses distintos [...] [u]nos, en pos de la tutela del socio que los designa, otros en el interés propio”. SIMPSON, S., “The Emerging Role of the Special Committee - Ensuring Business Judgment Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest”, *Business Lawyer (ABA)* 43, 1987-1988, pp. 665 y ss., defiende que la constitución de un comité especial para evaluar los términos de una operación en la que los consejeros tengan un conflicto de interés es un mecanismo efectivo para garantizar que el consejo cumple su deber de lealtad.

supervisión y control que las sociedades cotizadas constituyan voluntariamente en ejercicio de sus facultades de auto-organización sean similares a las de las comisiones legalmente obligatorias y, en particular, que se compongan exclusivamente por consejeros no ejecutivos, la mayoría de los cuales sean independientes (principio 23 y recomendación 52).

### **3.2. Funciones y funcionamiento de la comisión *ad hoc***

Las funciones de este tipo de comisiones *ad hoc* consistirán esencialmente en supervisar el desarrollo de la preparación de la opa y velar por que toda actuación por cuenta de la sociedad afectada se realice en el mejor interés del conjunto de sus accionistas. En particular, la comisión *ad hoc* podrá encargarse de adoptar los acuerdos relativos, en su caso, a la facilitación de información privada a los potenciales inversores; de organizar, en su caso, el procedimiento de *due diligence* que se lleve a cabo; de establecer la estrategia de comunicación de la sociedad en caso de solicitudes de información o preguntas acerca de la potencial opa por parte de accionistas, posibles inversores o terceros y, en general, de fijar las líneas generales de comunicación al público en relación con el negocio proyectado; de contratar a los asesores externos, particularmente financieros y legales, que estime oportunos para adecuar las actuaciones de la sociedad y sus administradores a las normas de conducta aplicables y para garantizar la eficiencia y buen curso del proceso; o de negociar por cuenta de la sociedad objetivo determinadas cuestiones sobre los planes estratégicos de los potenciales oferentes en caso de toma de control.

En todo caso, estas comisiones reportarán al consejo de administración de la sociedad y no podrán decidir sobre materias reservadas a éste *ex* artículos 249 *bis* y 529 *ter* de la LSC ni, naturalmente, a la junta general de accionistas *ex* artículos 160 y 511 del mismo texto legal. Sin perjuicio de lo anterior, las decisiones que correspondan al órgano gestor deberán adoptarse en observancia de las reglas de abstención de los consejeros conflictuados. En la práctica, la aplicación de tales reglas podrá resultar en la adopción de los acuerdos pertinentes exclusivamente por los miembros de la comisión *ad hoc*, pero en sede de consejo de administración debidamente facultado al efecto.

En cuanto al funcionamiento interno de estas comisiones *ad hoc*, éstas podrán regirse por las normas aplicables al órgano de administración y sus comisiones, en especial en lo referente a las reglas de convocatoria y celebración de las reuniones, de asistencia y participación en las mismas y de votación de los acuerdos que correspondan. Hemos mencionado ya que, en esta misma línea, el Código de Buen Gobierno recomienda que la organización de las comisiones voluntarias y obligatorias sea similar (principio 23 y recomendación 52). Así, las reuniones de estas comisiones podrían celebrarse con la asistencia de la mayoría de sus vocales (artículo 247.2 de la LSC), sin perjuicio del deber de asistencia de los miembros a dichas reuniones (artículo 529 *quater* de la LSC), y los acuerdos habrían de adoptarse por mayoría absoluta de los administradores concurrentes (artículo 248 de la LSC). Además, debería promoverse la función deliberativa de la comisión y la participación activa de

todos sus miembros en el debate y el intercambio de opiniones previos a la adopción de los acuerdos pertinentes, en pro, en última instancia, de sus deberes generales de diligencia y lealtad. Esta reflexión nos conduce a excluir con carácter general el procedimiento de votación por escrito y sin sesión previsto en el artículo 248.2 de la LSC<sup>32</sup>.

### 3.3. Remuneración de la pertenencia a la comisión *ad hoc*

Se plantea la conveniencia de retribuir la pertenencia a una comisión de esta naturaleza, tal y como se retribuye la pertenencia a las comisiones de constitución obligatoria de las sociedades cotizadas. A nuestro juicio, la participación en el estudio o negociación de una operación corporativa que exija a los consejeros una dedicación adicional para el desempeño diligente de sus cargos e incremente su nivel de responsabilidad puede justificar —no impone— la entrega de una remuneración proporcionalmente adicional. En este sentido, el artículo 529 *septdecies* de la LSC establece que el consejo de administración establecerá la remuneración correspondiente a cada consejero en su condición de tal, dentro del máximo fijado por la junta general, teniendo en cuenta “las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero, la pertenencia a comisiones del consejo y las demás circunstancias objetivas que considere relevantes”. Asimismo, la recomendación 56 del Código de Buen Gobierno sugiere que “la remuneración de los consejeros sea la necesaria para atraer y retener a los consejeros del perfil deseado y para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija, pero no tan elevada como para comprometer la independencia de criterio de los consejeros no ejecutivos” (ambos subrayados son nuestros). Respecto a la segunda parte de la recomendación, entendemos que ésta se cumplirá siempre que se respeten los criterios establecidos en la primera parte de la misma: una remuneración vinculada exclusivamente a la dedicación, cualificación y responsabilidad exigidos por la pertenencia del consejero a la comisión *ad hoc* no ha de comprometer su independencia en el estudio y negociación de la opa. Naturalmente, esta remuneración no podrá estar ligada al desenvolvimiento de la opa para no situar en conflicto de interés a los consejeros inicialmente neutrales a quienes se encomienda el seguimiento de la operación.

## 4. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés vs. facultad de suscribir acuerdos por cuenta propia

El RD de Opas reconoce la facultad de los administradores de negociar cualesquiera acuerdos o pactos con el potencial oferente, sus accionistas o administradores, en su propio nombre y por su cuenta, al imponer su preceptiva difusión a través del folleto explicativo de la opa o el informe del órgano de administración (artículo 24). Tales acuerdos podrán consistir, a modo de

---

<sup>32</sup> Procedimiento que también rechazamos para la aprobación de la propuesta de medidas con capacidad de impedir el éxito de una opa (*vid infra* “Procedimiento de aprobación y publicación del informe”) y del informe del consejo sobre la opa (*vid infra* “Celebración del consejo por escrito y sin sesión”).

ejemplo, en un compromiso de aceptación o rechazo de la opa por las acciones de las que sea titular el administrador en cuestión, o bien en un acuerdo de continuidad del administrador en su cargo en caso de éxito de la opa y consiguiente cambio de control de la sociedad afectada.

Se plantea cómo encaja cualquier negociación de este tipo con el deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés, deber previsto en el artículo 228.e) de la LSC como una concreción de su deber general de lealtad hacia el interés social. Este deber se formula como la obligación de “*adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones en las que sus intereses, sean por cuenta propia o ajena, puedan entrar en conflicto con el interés social y con sus deberes para con la sociedad*” y se concreta en seis prohibiciones, recogidas en el artículo 229.1 de la LSC, a las que nos hemos referido ya<sup>33</sup>. La negociación de un acuerdo relativo a una opa en vuelo parece una situación objetivamente idónea para generar un conflicto de interés, ya que de ella podrían surgir intereses personales acerca de la opa potencialmente contrarios al interés social (e.g., la pretensión de que la opa se liquide exitosamente a fin de obtener un cargo más atractivo en la empresa resultante con independencia de la conveniencia de la oferta para sus destinatarios). Una actuación en ese sentido podría avivar la presunción de conflicto posicional que surge ante el mero lanzamiento de una opa y que está en el origen de la regla de pasividad. De ahí la necesidad de estudiar su encuadre en el referido deber de lealtad.

Como primera reflexión al respecto, la LSC es de rango superior al RD de Opas y su actual artículo 228.e) es posterior en el tiempo<sup>34</sup>. Atendiendo pues a los principios de jerarquía normativa y de temporalidad, habría de prevalecer el deber de evitar situaciones de conflicto de interés recogido en nuestra LSC. Sin embargo, debe considerarse también el principio de especialidad, que buena parte de la doctrina y jurisprudencia viene aplicando preferentemente en supuestos de colisión con los anteriores<sup>35</sup>. El RD de Opas es la norma especial en materia de opas, pero ¿lo es también en lo referente a la prevención y gestión de conflictos de interés en el contexto de una opa? Si concebimos el deber de pasividad como arma de neutralización de dichos conflictos, la respuesta es afirmativa cuando menos en lo referente a su gestión. Albergamos dudas sobre esta interpretación puesto que, tal y como hemos expresado, la neutralización de conflictos de interés no constituye el fundamento *per se* de la norma, sino un objetivo que se alcanza también en el esfuerzo de tutelar el derecho de los destinatarios de la opa. En todo caso, entendemos que la respuesta ha de ser negativa en lo relativo a la prevención de los conflictos de interés, que es la materia que ahora nos ocupa, puesto que el RD de Opas no trata esta cuestión con mayor o menor explicitud.

---

<sup>33</sup> Vid *supra* “Deber de lealtad”.

<sup>34</sup> Fue introducido por la Ley 31/2014.

<sup>35</sup> TARDÍO PATO, J.A., “El principio de especialidad normativa (*lex specialis*) y sus aplicaciones jurisprudenciales”, *Revista de Administración Pública* 162, 2003, pp. 209 y ss, disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=784932> [fecha de consulta: 6 de mayo de 2018], pp. 209 y ss.

Sentado lo anterior, es preciso analizar si la negociación o suscripción de un acuerdo relativo a una posible opa por parte de un administrador de la sociedad afectada vulnera efectivamente su deber de evitar situaciones de conflicto de interés (y, por tanto, vacía de contenido las normas relativas a su difusión recogidas en el RD de Opas). Este deber es esencialmente preventivo, pues trata de impedir que el administrador quebrante su deber de lealtad evitando de antemano que se ponga al servicio de intereses ajenos o contrarios al interés social. El artículo 229 de la LSC recoge un catálogo ilustrativo de conductas prohibidas al amparo del mismo, a las que ya nos hemos referido, cuyo denominador común es su capacidad extractora o de *misappropriation*. En otras palabras, cada una de ellas sitúa al administrador en posición de obtener beneficios privados a costa, o en perjuicio, de la sociedad afectada<sup>36</sup>. ¿Es trasladable dicho rasgo a la negociación de un acuerdo relativo a una posible opa? Venimos defendiendo en este trabajo la necesidad de analizar la existencia de conflictos de interés caso a caso. Así pues, deberá apreciarse *ad hoc* el choque entre los intereses particulares del administrador derivados del acuerdo proyectado y el interés de la sociedad. De los ejemplos mencionados, parece difícilmente argumentable que la asunción de un compromiso de aceptación de la opa o la negociación de un acuerdo de continuidad en el cargo constituyan *per se* supuestos de desviación del valor social hacia la esfera privada de los administradores afectados.

No obstante, merece la pena detenerse en el apartado b) del artículo 229.1 de la LSC, que obliga a los administradores a abstenerse de “*utilizar el nombre de la sociedad o invocar su condición de administrador para influir indebidamente en la realización de operaciones privadas*”. El fundamento de esta norma es fácilmente extraíble de la enunciación general del deber de lealtad. Se trata de evitar que el administrador recurra a sus prerrogativas como tal para obtener beneficios privados en detrimento de la sociedad<sup>37</sup>. Así pues, el administrador no podrá negociar intereses personales a cambio de una actuación como administrador (*e.g.*, la emisión de una opinión favorable en el informe sobre la opa o el voto a favor de una determinada actuación societaria de interés para el potencial oferente). Según lo previsto en el artículo 230.2 de la LSC, esta prohibición no será susceptible de dispensa, lo cual nos parece acertado por cuanto se trata de una conducta de todo punto incompatible con el imperativo de lealtad.

Sin perjuicio de lo anterior, lo que sí resulta evidente es que cualquier negociación por cuenta de los administradores de la sociedad afectada, sea o no potencialmente extractora de valor social, puede nublar su imparcialidad a la hora de valorar la opa desde la óptica del interés

---

<sup>36</sup> PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, op. cit., pp. 46 y ss.

<sup>37</sup> PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, op. cit., p. 111, lo formula como la prohibición de “*invocar su condición de administrador para, a cambio de una ventaja o beneficio no justificado, favorecer o no perjudicar indebidamente a una persona*”.



social<sup>38</sup>. Entrarán por tanto en juego los ya citados deberes de los administradores afectados de abstención (artículo 228.c) de la LSC), comunicación de la existencia de conflicto de interés al órgano de administración (artículo 229.3 de la misma ley) y, en su caso, información sobre el acuerdo y el conflicto de interés en el preceptivo informe sobre la opa (artículo 24.1 del RD de Opas).

## **5. Efectos de la ausencia de deber de pasividad en la neutralización de conflictos de interés de los administradores**

En vista de lo descrito en los apartados anteriores respecto a la conducta de los administradores en situación de conflicto de interés respecto de una opa, consideramos que en la fase de preparación de una opa el interés social dispone de suficientes mecanismos de tutela frente a otros intereses chocantes con él. En el caso de que algún administrador esté conflictuado respecto de una opa en potencia, asumiendo un correcto cumplimiento de las normas aplicables, su impacto debería quedar neutralizado por medio del deber de lealtad y, más específicamente, de los deberes de informar debidamente al consejo, de abstenerse en la deliberación y adopción de acuerdos afectados y, con posterioridad, llegado el caso, de informar debidamente al público al respecto. Al mismo tiempo, se estaría proporcionando información suficiente a los demás consejeros respecto a la ausencia de imparcialidad y a los posibles riesgos derivados de ella. De ahí la utilidad de una pronta comunicación de dichos conflictos en el seno del órgano de administración y de una rigurosa aplicación del deber de abstención que resulte, idealmente, en la creación de una comisión *ad hoc* y la delegación de las decisiones relativas a la potencial operación exclusivamente en consejeros independientes.

Podría objetarse que la limitación de la autonomía de los administradores *ex lege* es una garantía extraordinaria pues les impide promover otros intereses en perjuicio del social en sentido literal. Ahora bien, ello exigiría una aplicación rigurosa de la norma, del mismo modo que sucede en relación con las concreciones del deber de lealtad. Por ello consideramos que, tomando como premisa la diligente observancia de las leyes, el resultado de aplicar uno u otro conjunto de normas no debería distar. Cuestión distinta es la exigibilidad de las normas. En este sentido, veremos en el último capítulo de este trabajo que la estrecha supervisión que lleva a cabo la CNMV es el principal mecanismo de exigibilidad del deber de pasividad y que éste, a nuestro parecer, surte efecto. Este mecanismo, naturalmente, no podrá ponerse en práctica mientras la operación sea confidencial, luego la exigibilidad del conjunto normativo aplicable en la fase previa de la opa sí puede resultar menor.

Podría objetarse también que el hecho de que los administradores puedan negociar y alcanzar acuerdos relativos a la futura opa supone que se pongan al servicio de otros intereses

---

<sup>38</sup> PORTELLANO DíEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, op. cit., pp. 48 y ss.

en detrimento del social. No obstante, ya hemos apuntado como solución a este problema la debida información a los administradores y la debida abstención. En todo caso, este es un problema que puede darse por igual una vez aplicable el deber de pasividad, luego no apreciamos mayor riesgo en la fase de preparación de una opa (a salvo de lo indicado respecto a la supervisión del regulador, que no puede producirse en tanto la operación proyectada sea confidencial).

Por lo anterior, no consideramos que adelantar el deber de pasividad pudiera suponer una mejora notable en la neutralización de los conflictos de interés de los administradores de la sociedad afectada.

## **V. TUTELA DE LA PROPIEDAD PRIVADA DE LOS DESTINATARIOS DE LA POSIBLE OPA**

En el capítulo II hemos identificado como fundamento primordial del deber de pasividad la tutela de la propiedad privada de los destinatarios de una opa, tanto en la vertiente del goce de la cosa como en la de disposición de la misma. Nos planteamos ahora cómo afecta a este interés la ausencia de deber de pasividad en la fase de preparación de una posible opa. Para ello, vamos a realizar un análisis inductivo de las normas por las que se rigen las principales actuaciones o tareas que el órgano de administración debe realizar en esta fase preparatoria. En particular, nos proponemos desarrollar en qué se concretan los deberes de los administradores aplicables en presencia de una opa (a saber, diligencia, lealtad, buena fe pre-contractual y coherencia, al margen de cualesquiera otros deberes específicos que les puedan vincular en cada momento) a la hora de llevar a cabo las mencionadas actuaciones. El fin es extraer unas pautas generales que nos permitan valorar el efecto de la ausencia de deber de pasividad.

Al explicar el habitual proceso de gestación de una opa, hemos identificado como motivos por los que se requiere la intervención de los administradores de la sociedad afectada sus facultades de gestión y representación. En la medida que se desee algún acuerdo o actuación por parte de la sociedad afectada, se precisará la intervención de su órgano de administración. Concretamente, hemos señalado como supuestos paradigmáticos, primero, el suministro de información privada sobre la sociedad a los potenciales oferentes de buena fe y, segundo, la negociación y suscripción de acuerdos entre la sociedad afectada de una parte y el oferente, sus accionistas, administradores o cualesquiera otros sujetos involucrados en la operación de otra parte. Por otra parte, en la preparación de una opa cobra especial relevancia el tratamiento de la información por parte de los administradores (y los restantes iniciados, en su caso), debido a su capacidad de influir en el desenvolvimiento de la operación, en el precio de cotización de los valores afectados y en el mercado afectado en general. Son pues estas tres cuestiones las que vamos a abordar en esta sección.

## 1. Suministro de información privada a potenciales oferentes

### 1.1. La actividad revisora previa a la compraventa de una empresa

La realización de una revisión (*due diligence*) de la sociedad objetivo por parte de un potencial comprador es una práctica absolutamente integrada en los procesos de compraventa de empresas de hoy. La actividad revisora permite al comprador decidir sobre la propia realización de la operación y, en su caso, sobre las características de la misma y, particularmente, sobre su precio. El acceso a información sobre el objeto de la compraventa contribuye a establecer un adecuado reparto de riesgos entre comprador y vendedor y, en definitiva, aporta seguridad jurídica al tráfico económico<sup>39</sup>. Un ejercicio de *due diligence* o, cuando menos, de revisión limitada de determinados aspectos de la sociedad objetivo también puede llevarse a cabo cuando la compraventa pretenda estructurarse como una opa. Esta posibilidad está generalmente aceptada en la práctica y expresamente reconocida en la normativa aplicable<sup>40</sup>. En efecto, el artículo 46 del RD de Opas permite a la sociedad afectada por una opa establecer un flujo informativo con los oferentes o potenciales oferentes de buena fe siempre que tal flujo garantice la igualdad informativa entre los oferentes competidores<sup>41</sup>. Asimismo, el artículo 9.4 del Reglamento de Abuso de Mercado exceptúa de la prohibición de operar con información privilegiada la formulación de una opa siempre que la información privilegiada recibida en el curso de la opa sea publicada con anterioridad al fin del plazo de aceptación.

Sin perjuicio de lo anterior, en la práctica, la actividad revisora previa a la formulación de una opa no es tan intensa como en otras operaciones de adquisición de empresas, por dos motivos. En primer lugar, el hecho de que la sociedad objetivo sea una sociedad cotizada la somete a un régimen de transparencia que permite al potencial comprador realizar una labor investigadora relevante con base exclusiva en información públicamente disponible. En segundo lugar, no es infrecuente que las partes muestren recelo al suministro o recepción de información privada, según corresponda. De un lado, la sociedad objetivo extremará la precaución antes de abrirse a terceros, pues es evidente que la información es un activo social susceptible de valoración económica cuyo suministro a terceros no está exento de riesgos.

---

<sup>39</sup> Sobre la *due diligence* legal por parte del comprador previa a la adquisición privada de una empresa, *vid* ACOSTA ÁLVAREZ, T.J., “La *due diligence* legal previa a la adquisición de empresa” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, *op. cit.*, pp. 65 y ss.; SPEDDING, L., *Due Diligence Handbook. Corporate Governance, Risk Management and Business Planning*, Amsterdam, Boston, Londres: CIMA, 2009, pp. 6 y ss.; SERRANO ACITORES, A., “La importancia de la *due diligence* en los procesos de compraventa de empresas”, *La Ley Mercantil* 36, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica *laleydigital360* (La Ley 5488/2017) el 17 de abril de 2018]; y HALLETT CHARRO, R., “Due diligence” en AA.VV., *Adquisiciones de empresas*, *op. cit.*, pp. 187 y ss.

<sup>40</sup> También ha sido “comprendida” y tolerada por las autoridades competentes, afirma DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El acceso de potenciales inversores a información no pública de una sociedad cotizada”, *op. cit.*

<sup>41</sup> *Vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 569-757; y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, *op. cit.*, pp. 925-955.

Además, la sociedad habrá de considerar, a la hora de tomar la decisión inicial de facilitar información privada a un tercero, que los preceptos indicados anteriormente amplían o pueden ampliar sustancialmente el espectro de receptores de la información compartida, como detallamos más adelante. De otro lado, los propios oferentes podrán rechazar la recepción de información privilegiada que les impida operar en el mercado *ex* artículo 14 del Reglamento de Abuso de Mercado en caso de que la opa no salga adelante. A continuación, analizamos el proceso de suministro de información privada a potenciales oferentes desde la perspectiva de los deberes de los administradores de la sociedad afectada.

## **1.2. Examen de la conveniencia de suministrar información privada a terceros**

### **1.2.1. Criterio general: el interés social**

Como todo acuerdo social, el suministro de información privada a terceros ajenos a la sociedad habrá de valorarse desde la óptica del interés social, de manera que podrá aprobarse cuando se considere beneficioso o conveniente para la sociedad y el conjunto de sus accionistas (artículo 227 de la LSC)<sup>42</sup>. *A priori*, la proyección de una opa parece un horizonte ventajoso para todo el cuerpo accionarial de la sociedad afectada, que vislumbra la posibilidad de realizar un negocio exitoso con sus valores. No obstante, el suministro de información privada como medio de promover la formulación de la opa no está exento de riesgos para la sociedad y, por ende, para los propios accionistas cuyos intereses se pretende promover. La información privada, tanto interna como externa, de que dispone una sociedad incrementa su valor patrimonial al situarla en una posición privilegiada respecto de los demás agentes del mercado carentes de la misma información; de ahí la voluntad de mantenerla privada. Es por ello que la decisión de abrir las puertas a un tercero y, sobre todo, de qué puertas se abren, debe adoptarse con especial cautela y previo análisis de las cuestiones que indicamos a continuación. En este sentido, apoyamos la tesis de que debe darse al consejo de administración amplio margen de maniobra y que, ante la duda, debe poder prevalecer la amplia y certera tutela del interés social<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> PAREDES GALLEGO, C., PEREDA, J., “Dos reflexiones al hilo de la nueva normativa de opas: limitación de la actuación del oferente, opas, *due diligence* e igualdad informativa”, *Actualidad jurídica Uría Menéndez* 18, 2007, p. 68.

<sup>43</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, *op. cit.*, p. 941, con base en la doctrina jurisprudencial del control preventivo en la protección del interés social. En la misma línea, VIVES RUIZ, F., LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., “La oferta pública de adquisición de acciones de Altadis, S.A., búsqueda de ofertas competidoras y *due diligence*”, *op. cit.*, defienden la prevalencia del criterio del interés social sobre el principio de igualdad informativa. SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, p. 570, afirma que la aportación de información confidencial es una facultad, pero no una obligación, de los administradores.

### 1.2.2. Análisis de la naturaleza y buena fe del potencial oferente

A la hora de valorar el suministro de información privada a un tercero, el primer elemento a considerar será precisamente la identidad y características de ese tercero. En el contexto de una opa, distinguimos dos categorías esenciales de potenciales oferentes o, con mayor amplitud, de potenciales inversores: los industriales y los financieros. Mientras que los primeros estarán interesados en la empresa como negocio complementario al propio, los segundos se fijarán en la capacidad de la sociedad afectada de generar rentabilidad financiera<sup>44</sup>. Por ello, la información a la que desearán acceder unos y otros será distinta. Los inversores industriales estarán probablemente más preocupados por obtener información operativa con la que identificar posibles sinergias, economías de escala, complementariedad de productos o mercados o, al revés, posible diversificación de negocio. En contraste, los inversores financieros querrán conocer el plan de negocio de la sociedad, las proyecciones de resultados y las asunciones detrás de éstas, los objetivos financieros y, en esencia, el encaje del proyecto en su cartera de inversión.

Sin perjuicio del tipo de información que interese recibir al potencial oferente, el órgano de administración habrá de valorar el riesgo de que tal información sea suministrada a los efectos de que se analice la potencial opa y, finalmente, ésta no llegue a formularse. En efecto, haber compartido información de negocio con un inversor industrial o competidor podría dañar irreparablemente la posición de la sociedad afectada en el mercado. Como medida de cautela, puede y suele restringirse contractualmente el uso de la información a la exclusiva valoración de la potencial opa e imponerse un régimen de sanciones al efecto. No obstante, el incumplimiento de tales contratos podría causar un daño irremediable pese a las penalizaciones económicas que llevara aparejadas. Además, debe tenerse en cuenta que puede restringirse el uso de la información y obligarse a destruir sus soportes, pero el conocimiento de la información revisada por las personas físicas que integren la organización del potencial oferente perdurará inevitablemente. Respecto al suministro de información a un potencial inversor financiero, el riesgo no surge tanto para el desarrollo del negocio de la sociedad afectada como para su valor de mercado. Indudablemente, el inversor financiero podrá servirse de la información recibida para valorar, por comparación, otras posibles inversiones cuya ejecución podría devaluar los valores de la sociedad afectada. También podría valerse de los conocimientos adquiridos para implementar mejoras en otra sociedad en la que finalmente invierta de no llegar a formularse la opa (sin perjuicio de las ya mencionadas restricciones al uso de la información proporcionada que se hayan podido pactar). Asimismo, deberá valorarse el riesgo de filtración de la información privada y de que la autoridad competente obligue a las partes afectadas a confirmar o desmentir la información filtrada en aras del principio de transparencia y para evitar engaño o confusión del público.

---

<sup>44</sup> Vid *supra* “Función económica de las opas”.

Por otra parte, en cualquiera de los casos el órgano de administración tendrá que valorar la buena fe del potencial oferente. Para ello, deberá determinar precisamente su condición de potencial oferente. En efecto, no bastará una mera declaración de intenciones respecto a la posible formulación de la opa, sino que el órgano de administración habrá de medir la credibilidad y seriedad del proyecto planteado<sup>45</sup>. Entre las varas de medir podrá incluirse la posibilidad del potencial oferente de financiar el proyecto y de obtener las garantías pertinentes, así como las características de la potencial opa y, particularmente, el precio a ofrecer a sus destinatarios<sup>46</sup>.

### **1.2.3. Análisis de las posibles repercusiones del principio de igualdad informativa**

El segundo elemento a valorar es el principio de igualdad informativa impuesto por los ya mencionados artículos 46 del RD de Opas y 9.4 del Reglamento de Abuso de Mercado.

El primer precepto impone a la sociedad afectada por una opa el deber de garantizar la igualdad informativa entre distintos oferentes o potenciales oferentes de buena fe. Esta norma se fundamenta en el deber de pasividad o neutralidad del órgano de administración de la sociedad afectada, al que se impide utilizar la información como herramienta para favorecer o desfavorecer una opa frente a otra al margen de la valoración de cada una de ellas por sus destinatarios. La obligación no es, naturalmente, incondicional, sino que se añaden ciertas cautelas para no dejar desprotegida a la sociedad afectada ante una situación de esta naturaleza. Entre ellas se incluye que los potenciales oferentes sean de buena fe, que se formule un requerimiento específico a la sociedad, que el destinatario de la información garantice la debida confidencialidad de la misma, que la información se destine exclusivamente a la formulación de la opa y que sea necesaria a tal efecto<sup>47</sup>. En concreto, el necesario requerimiento específico a la sociedad suscita no pocas dudas, pues del nivel de especificidad exigida dependerá el grado de igualdad alcanzado. Parece que el requisito debería interpretarse como la obligación de los oferentes o potenciales oferentes de buena fe de hacer un ejercicio de identificación de la información que desean. En otras palabras, no podrá solicitarse “toda la información facilitada hasta la fecha a cualquier otro oferente o potencial oferente de buena fe”, pero tampoco podrá

---

<sup>45</sup> SUÁREZ GONZÁLEZ, C., *Las fases de formación del Contrato...*, *op. cit.*, p. 50, defiende que una de las dos finalidades esenciales de una carta de intenciones es la de “establecer un clima de seriedad en los tratos precontractuales”.

<sup>46</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, *op. cit.*, pp. 939-942. Sobre el examen de la idoneidad de una opa, cuyos criterios son trasladables a la valoración de las características de una potencial opa, *vid infra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

<sup>47</sup> *Vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 569-757, y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, *op. cit.*, pp. 925-955. VIVES RUIZ, F., LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., “La oferta pública de adquisición de acciones de Altadis, S.A., búsqueda de ofertas competidoras y *due diligence*”, *op. cit.*, se refieren al principio de igualdad informativa como “*principio de no discriminación entre oferentes*”.

exigirse que se enumere exactamente cada dato o cada documento suministrado pues, naturalmente, un oferente no puede solicitar aquello que no sabe que existe.

Por su parte, el artículo 9.4 del Reglamento de Mercado obliga a hacer pública toda información privilegiada compartida con el oferente en el transcurso de la opa. El fundamento de esta norma es de nuevo la igualdad informativa, pero en este caso sus beneficiarios no son los distintos oferentes (*i.e.*, los potenciales rivales de un oferente que haya accedido a la información privada), sino los propios destinatarios de la opa (*i.e.*, la contraparte de dicho oferente). En esencia, se pretende garantizar un equilibrio informativo entre las partes de la compraventa que las sitúe en igualdad de condiciones a la hora de valorar su idoneidad. Si el oferente ha fijado el precio de su oferta con base en determinada información privada acerca de la sociedad afectada, es de equidad que los potenciales vendedores accedan a la misma información para poder realizar su propia valoración del objeto de la compraventa<sup>48</sup>. Naturalmente, el grado de detalle proporcionado a cada una de las partes no tendrá que ser necesariamente el mismo. A nuestro juicio, y entendemos que también a juicio del legislador comunitario, carecería de sentido económico obligar a las sociedades en proceso de opa a descubrirse ante el mercado al mismo nivel que frente al comprador; carecería de sentido porque desharía el camino andado en la aceptación de la *due diligence* como elemento de seguridad jurídica y, por ende, de dinamización de las operaciones de compraventa de empresas<sup>49</sup>. Por ello, consideramos que esta norma puede limitarse a la obligación de revelar la información que haya resultado determinante para la decisión de formular una opa o para fijar sus características esenciales.

---

<sup>48</sup> Con anterioridad a la entrada en vigor del artículo 9.4 del Reglamento de Abuso de Mercado, algunos autores ya defendían la obligatoriedad de hacer pública cualquier información confidencial que hubiera resultado decisiva para la presentación de la oferta al amparo de la obligación de incluir en el folleto explicativo “*cualquier información que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta*” (artículo 18.2 del RD de Opas). Vid CONDE VIÑUELAS, V., GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P., “La reforma del régimen de ofertas competidoras” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, *op. cit.*, pp. 575-578; y PAREDES GALLEGO, C., PEREDA, J., “Dos reflexiones al hilo de la nueva normativa de opas: limitación de la actuación del oferente, opas, due diligence e igualdad informativa”, *op. cit.*, p. 71. Esta obligación ya estaba recogida en la regla 21 del *City Code on Takeovers and Mergers*. En la misma línea se pronuncian SHER, H., “Due diligence investigations”, *Juta’s Business Law* 6, 1998, p. 15, que afirma que el ejercicio de *due diligence* también puede ser de utilidad para que el vendedor sepa con exactitud que se está planteando vender, y HALLETT CHARRO, R., “Due diligence”, *op. cit.*, p. 189. En la práctica, la solución que se venía adoptando para garantizar la referida igualdad consistía en incluir en el folleto explicativo de la opa aquella información privilegiada que hubiera sido relevante para la formulación de la oferta. En otras palabras, el *cleansing* de la información privilegiada ya se venía practicando con anterioridad a su reconocimiento normativo expreso con base en los principios de integridad e igualdad de los mercados, sin perjuicio de que la norma anterior (la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado) hubiera aclarado que “[e]l acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el fin de obtener el control de dicha empresa [...] no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada” (considerando 29).

<sup>49</sup> ACOSTA ÁLVAREZ, T.J., “La *due diligence* legal previa a la adquisición de empresa”, *op. cit.*, p. 74.

A la vista de ambos preceptos, el órgano de administración habrá de valorar *ab initio* la conveniencia de compartir información privada no solo con el o los potenciales oferentes identificados hasta ese momento, sino con cualquier otro oferente o potencial oferente de buena fe —cuya condición de tal podrá valorarse, llegado el caso, conforme a los criterios establecidos en el apartado anterior para el primer potencial oferente— que se sume al proceso en un momento posterior y, en última instancia, con el público en general.

#### **1.2.4. Análisis del respeto al principio de igualdad de trato de los accionistas**

El tercer elemento que deberá examinar el órgano de administración al decidir sobre la conveniencia de suministrar información privada a terceros es su impacto en el principio de paridad de trato de los accionistas recogido en el artículo 97 de la LSC. El riesgo de ruptura de este principio se plantea cuando el potencial oferente es un accionista de la sociedad que desea incrementar su participación por encima del umbral de control<sup>50</sup>. ¿Puede facilitarse información privada a este accionista para que estudie la posible opa en las mismas condiciones en que se podría facilitar a un tercero ajeno a la sociedad? Si finalmente no se lanzara la opa, el accionista estaría en posición privilegiada respecto de los restantes accionistas de la sociedad afectada. Además, en caso de que la información compartida constituyera información privilegiada, no podría realizar operaciones con los valores de la sociedad afectada en tanto no se divulgara tal información o ésta perdiera la condición de privilegiada.

No obstante, el hecho de que este accionista esté contemplando la posibilidad de contratar con los demás, en condiciones eventualmente ventajosas para ambas partes, podría justificar la desigualdad informativa. Creemos que el interés social actúa en todo caso como límite al principio de igualdad de trato o, en otras palabras, que éste es derogable en atención a aquél<sup>51</sup>. En el caso que nos ocupa, el órgano de administración habrá de valorar si, *a priori*, el negocio planteado por el potencial oferente es o puede ser beneficioso para el conjunto de accionistas. En caso afirmativo, la conducta lógica (leal) por parte de los administradores consistirá en promover el estudio y desarrollo de la operación en potencia con el objetivo de alcanzar algún acuerdo capaz de generar valor para los accionistas (salvo que se haya descartado

---

<sup>50</sup> La doctrina ha analizado también las implicaciones sobre el principio de paridad de trato de los accionistas en el contexto en que el suministro de información a terceros se produzca a instancia de uno o varios accionistas de la sociedad que desean vender sus participaciones en una operación bilateral de compraventa privada (entre otros, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, pp. 300 y ss.). En el caso de que la potencial compraventa vaya a estructurarse como una opa, los problemas de desigualdad de trato desaparecerán automáticamente, puesto que todos los accionistas de la sociedad afectada recibirán la misma oferta y, por tanto, se beneficiarán por igual de la actividad revisora por parte de un potencial oferente.

<sup>51</sup> En el mismo sentido, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, pp. 301 y ss. En la misma línea se pronuncia la Sentencia 83/2015 del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Madrid (La Ley 232125/2015).



ya toda posibilidad de lograr dicho objetivo). En todo caso, debemos ir más allá y preguntarnos si se produciría siquiera una ruptura del principio de igualdad de trato. La situación del potencial oferente no es idéntica a la de sus homólogos en la sociedad, como exige el artículo 97 de la LSC. Al contrario, desde la perspectiva de la opa proyectada, sus posiciones serán precisamente contrapuestas. A la vista de lo anterior, podría defenderse la desigualdad informativa entre los distintos accionistas de una sociedad cotizada durante el estudio de una potencial operación corporativa beneficiosa para todo el cuerpo accionarial sin perjuicio alguno sobre el principio de paridad de trato.

### 1.3. Contenido de la información a suministrar

Una vez apreciada la conveniencia de abrir las puertas de la sociedad a un potencial oferente, deberá decidirse qué puertas se abren y en qué medida se abre cada una de ellas. Así pues, el órgano de administración deberá determinar qué información de la que desea recibir el potencial oferente puede resultar más beneficioso compartir con él y, potencialmente, con otros terceros, que mantener privada. Cuanto más sensible sea la información, mayores cautelas deberá adoptar y con mayor prudencia deberá examinar la conveniencia de suministrarla.

La determinación de la información a compartir con el potencial oferente dependerá en gran medida del resultado del análisis de los aspectos indicados en el apartado anterior. Además, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá valorar si la información en cuestión es razonablemente necesaria para evaluar la formulación de la oferta. Esta necesidad se impone como requisito para aplicar el principio de igualdad informativa (artículo 46.3 del RD de Opas) y también nos parece un elemento de juicio válido sobre el que fundamentar la entrega de información a un potencial oferente. La información a suministrar debería reducirse a aquella que el potencial oferente efectivamente necesite para adoptar su decisión de formular la opa y, en su caso, decidir sus características<sup>52</sup>. En este sentido, lo más habitual será que el potencial oferente envíe un listado de la documentación o información que requiera, sobre la base del cual el órgano de administración delimitará qué información se facilitará efectivamente<sup>53</sup>. En el contexto de un proceso ordenado de venta, puede invertirse el proceso, de manera que sea la propia sociedad afectada la que determine qué información se va a proporcionar por igual a todos los candidatos inversores sin dar cabida a peticiones adicionales o extraordinarias por parte de éstos<sup>54</sup>. Una actuación diligente por parte de los administradores llamaría probablemente a ir aumentando el volumen de información privada a medida que fuera

---

<sup>52</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, op. cit., pp. 574-575.

<sup>53</sup> ACOSTA ÁLVAREZ, T.J., “La *due diligence* legal previa a la adquisición de empresa”, op. cit., p. 79.

<sup>54</sup> SPEDDING, L., *Due Diligence Handbook...*, op. cit., pp. 16 y ss.; HALLETT CHARRO, R., “Due diligence”, op. cit., pp. 215-217.

avanzando el proceso, reduciéndose la lista de candidatos y aumentando la probabilidad de éxito de los proyectos restantes.

Por otra parte, hemos establecido que el órgano de administración estará vinculado por un deber de buena fe pre-contractual frente a los potenciales oferentes con los que se entablen negociaciones con arreglo a lo previsto en los artículos 7.1 y 1258 del Código Civil<sup>55</sup>. Así pues, aceptado el suministro de información sobre determinada cuestión, el órgano de administración deberá poner a disposición del potencial oferente toda la información relevante para que éste pueda formarse una idea real y acertada sobre dicha cuestión. En la medida en que el suministro de información privada es una facultad, pero no una obligación, de la sociedad afectada, su órgano de administración podrá denegar cualquier solicitud de información cuya facilitación considere perjudicial o potencialmente perjudicial para el interés social. Ahora bien, no podrá hacer uso de esta facultad para suministrar según qué información y, así, guiar la toma de decisión del oferente<sup>56</sup>.

#### **1.4. Salvaguarda de la confidencialidad de la información suministrada**

Al suministrar información privada a un tercero, los administradores de la sociedad afectada habrán de velar por la correcta salvaguarda de su confidencialidad, de manera que la información se mantenga privada a excepción del acceso a la misma por los terceros facultados al efecto —y sin perjuicio de los potenciales deberes de comunicación o divulgación pública que se puedan derivar de este suministro de información—. Destacamos que no puede imponerse al órgano de administración una obligación de resultado, sino un deber de diligencia traducido en la puesta de todos los medios a su alcance para salvaguardar la información y procurar (en su primera acepción según la Real Academia Española: “hacer diligencias o esfuerzos para en suceda lo que se expresa”, y no en su segunda: “conseguir o adquirir algo”) el cumplimiento del compromiso por los terceros en cuestión.

---

<sup>55</sup> Vid *supra* “Deber de buena fe pre-contractual”.

<sup>56</sup> ACOSTA ÁLVAREZ, T.J., “La *due diligence* legal previa a la adquisición de empresa”, *op. cit.*, pp. 88-89. HALLET CHARRO, R., “Due diligence”, *op. cit.*, pp. 196 y ss., se pronuncia en el mismo sentido y advierte de las dificultades de probar la ausencia de buena fe o la omisión o inexactitud de la información facilitada durante una *due diligence*. En sentido general, Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., “Artículo 1258. Efectividad de los contratos” en AA.VV., *Comentario del Código Civil* (dirs. Paz-Ares Rodríguez, C., Bercovitz Rodríguez-Cano, R., Díez-Picazo Ponce de León, L., Salvador Cordech, P.), 1ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2015 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 18 de abril de 2018], afirma que la regla de la buena fe como fuente de integración del contrato se dirige también al acreedor o titular del derecho subjetivo. LÓPEZ MESA, M.J., “La doctrina de los actos propios y sus aspectos más relevantes”, *op. cit.*, p. 65, define el principio general de la buena fe como “la llave de corte que permite evitar la malicia en ciertos casos de ejercicio disfuncional de derechos o de maquinaciones tendientes a provocar daños a través del uso desviado de resortes legales”. SUÁREZ GONZÁLEZ, C., *Las fases de formación del Contrato...*, *op. cit.*, p. 27, argumenta que el deber de información en los tratos precontractuales surge de la legítima confianza que se genera entre las partes y que, desde el punto de vista socio-económico, se ha considerado que lo correcto es informar, de modo que se legitima el derecho de un posible contratante de creer que su contraparte no ha retenido información relevante.

Las medidas que el órgano de administración podrá adoptar a tal fin consistirán esencialmente en restringir y controlar el acceso a la información, ya sea mediante la habilitación de un *data room* físico en las propias instalaciones de la sociedad que permita conocer y limitar en todo momento a los revisores de la documentación y evitar la salida de ésta de la sociedad o, cada vez más frecuentemente, mediante la creación de un *data room* virtual cuyos accesos y permisos estén limitados a discreción de la sociedad (si bien la observancia de estos límites será menos certera al estar fuera del control de la sociedad)<sup>57</sup>.

Asimismo, el órgano de administración habrá de controlar en todo momento la identidad de las personas de su organización o ajenas a ella que hayan accedido a información privada mediante la llevanza de una lista de iniciados (de carácter obligatorio en caso de que exista información privilegiada de conformidad con lo previsto en el artículo 18 del Reglamento de Abuso de Mercado). Además, toda la información debería estar marcada como confidencial y, en caso de estar en soporte electrónico, cifrada o codificada. En todo caso, sería muy conveniente que cada potencial oferente con acceso a información privada suscribiera un acuerdo de confidencialidad vinculante para sí y, en caso de persona jurídica, para las personas integrantes de su organización, que sentara las obligaciones de confidencialidad y, eventualmente, sanciones o penalizaciones asociadas a su incumplimiento, cuya función sería esencialmente preventiva pues el daño causado a la sociedad en tales supuestos podría ser, como ya hemos mencionado, irreparable.

Finalmente, puede suceder que la información que se desea suministrar a un potencial oferente no se refiera a la propia sociedad afectada, sino a terceros ajenos a ella, o bien que sea objeto de un compromiso de confidencialidad asumido por parte de la sociedad frente a un tercero. De ser así, la sociedad habrá de solicitar el consentimiento del tercero afectado con anterioridad al suministro de la información en cuestión o valorar alternativas *ad hoc* que no vulneren la privacidad de la información externa ni infrinjan los compromisos de confidencialidad previamente contraídos (*e.g.*, el suministro de información parcial o innominada)<sup>58</sup>.

## **2. Negociación y suscripción de acuerdos por cuenta de la sociedad afectada**

### **2.1. Cuestión previa: libertad de forma**

Con base en el principio de libertad de forma, nos referimos en este apartado a cualquier acuerdo de voluntades en el sentido más amplio posible, incluyendo los acuerdos tácitos o verbales o

---

<sup>57</sup> Sobre los aspectos procedimentales de una *due diligence*, *vid* ACOSTA ÁLVAREZ, T.J., “La *due diligence* legal previa a la adquisición de empresa”, *op. cit.*, pp. 75 y ss.; SPEDDING, L., *Due Diligence Handbook...*, *op. cit.*, pp. 9 y ss.

<sup>58</sup> HALLETT CHARRO, R., “Due diligence”, *op. cit.*, pp. 203 y ss.

los meros “pactos de caballeros”, cuyo *enforcement* presenta indudables complicaciones, pero cuya negociación y, en su caso, suscripción debería estar sujeta a los mismos deberes de conducta (notablemente, los deberes de diligencia, lealtad y buena fe pre-contractual) que la firma por las mismas partes de cualquier contrato expreso o escrito<sup>59</sup>.

## 2.2. Consideraciones generales. De nuevo el interés social

Una sociedad potencialmente afectada por una opa podrá alcanzar con los posibles oferentes, sus accionistas o administradores, o con los posibles vendedores, los acuerdos, pactos o compromisos que su órgano de administración estime convenientes para el interés social. De nuevo, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá evaluar las bondades de negociar o adoptar cualquier acuerdo o pacto relativo a una posible opa desde el ángulo del interés social, entendido como el interés de los accionistas (artículo 227 de la LSC)<sup>60</sup>. Los administradores habrán de observar sus deberes de diligencia, lealtad y buena fe pre-contractual con la finalidad de tutelar en todo momento el interés social y sin perjudicar por ello, de mala fe, los intereses de las restantes partes interesadas en la operación proyectada.

En la práctica, es habitual que cualquier acuerdo por parte de la sociedad afectada en relación con una posible opa se suscriba cuando ésta sea efectivamente anunciada al público en unos términos pactados con anterioridad, o bien se condicione al anuncio de una opa con unas determinadas características. Así, la negociación de las características de la opa y la de los potenciales compromisos por parte de la sociedad afectada se solaparán y, en su caso, condicionarán recíprocamente. Por ello, el examen de la conveniencia de un determinado acuerdo relativo a la opa no podrá desligarse de la valoración de la idoneidad de la opa en sí. El órgano de administración solamente deberá vincular a la sociedad afectada en relación con una oferta que considere adecuada para el interés social en los términos que tratamos más adelante<sup>61</sup>.

## 2.3. Aplicación práctica a algunos casos frecuentes

En este apartado describimos algunos acuerdos cuyo contenido es, en nuestra opinión, más plausible o frecuente en la práctica española. No pretendemos elaborar un listado exhaustivo de acuerdos ya que, como hemos afirmado, la casuística podrá variar tanto como lo deseen las partes de cada posible opa que se contemple en el mercado. Nuestro propósito es únicamente

---

<sup>59</sup> Hacemos la misma interpretación en “Acuerdos entre la sociedad afectada, el oferente, sus administradores y socios” *infra* precisamente respecto de la obligación de difusión de tales acuerdos en el informe del consejo sobre la opa.

<sup>60</sup> PAREDES GALLEGO, C., PEREDA, J., “Dos reflexiones al hilo de la nueva normativa de opas: limitación de la actuación del oferente, opas, due diligence e igualdad informativa”, *op. cit.*, p. 68.

<sup>61</sup> Sobre el examen de la idoneidad de una opa, *vid infra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

traer a la práctica las líneas generales de conducta definidas en los apartados anteriores acerca de la conveniencia de adoptar acuerdos relativos a una posible opa desde la perspectiva del interés de la sociedad afectada.

### 2.3.1. Comisión de ruptura

El artículo 42.4 del RD de Opas introdujo en nuestro ordenamiento la posibilidad de que la sociedad afectada y el primer oferente pactaran una comisión “*en concepto de gastos de preparación de la oferta*” pagadera en caso de que la oferta de éste no prosperase debido a la presentación de opas competidoras. Estas comisiones, comúnmente conocidas como *break up fees*, comisiones de ruptura o gastos de indemnización, son una importación de la práctica mercantil anglosajona y tienen por objeto incentivar la realización de operaciones de concentración mediante el otorgamiento al primer comprador de una suerte de indemnización por los costes derivados del estudio y preparación de una potencial operación que no llega a completarse<sup>62</sup>. La entrada en vigor de este precepto zanjó el debate que venía manteniendo la doctrina sobre la admisibilidad de este tipo de comisiones en nuestro ordenamiento jurídico (que, por ello, no nos parece preciso reproducir aquí)<sup>63</sup>. El artículo 42.4 del RD de Opas establece una serie de requisitos para el pacto de tales comisiones que desglosamos a continuación.

Primero, estas comisiones solo pueden fijarse a favor del primer oferente. La razón es sencilla: se pretende fomentar la toma de iniciativa en este tipo de operaciones en las que la ley prevé la posibilidad de —o, más aún, regula un procedimiento específico para— que terceros interesados entren a competir en prácticamente cualquier momento del proceso. Además, la norma se refiere al primer “*oferente*”, y no a potenciales oferentes (como sí hace el artículo 42 del RD de Opas a efectos de sentar el principio de igualdad informativa), de lo que deducimos que el pacto de una comisión de esta naturaleza habrá de condicionarse a la efectiva formulación de una opa. Desde la perspectiva de la sociedad afectada, no puede negarse la razonabilidad de limitar el número de posibles beneficiarios de las comisiones de ruptura<sup>64</sup>. No obstante, la exigencia de este requisito reduce indudablemente la capacidad de este tipo de comisiones para dinamizar el mercado de control. A modo de ejemplo, en el contexto de un proceso ordenado de venta al que se invita a distintos inversores, todos los que aceptan tal invitación asumen determinados costes (temporales, económicos y de oportunidad) que se incrementarán a medida

---

<sup>62</sup> DE CARLOS BERTRÁN, L., NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., “Las opas competidoras en el Real Decreto 1066/2007”, *RMV* 5, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 18015/2009) el 26 de abril de 2018].

<sup>63</sup> Al respecto, entre otros, PAREDES GALLEGO, C., “Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición”, *RDM* 249, 2003, pp. 1101 y ss.

<sup>64</sup> En la misma línea, DE CARLOS BERTRÁN, L., NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., “Las opas competidoras en el Real Decreto 1066/2007”, *op. cit.*

que vaya avanzando el proceso y reduciéndose el número de candidatos. La norma implica que solo uno de ellos, el hasta entonces “ganador” del proceso, será compensado por los gastos incurridos durante el proceso en caso de fracaso de su opa. Dos posibles derivadas: que se reduzca el número de candidatos inicialmente dispuestos a valorar la operación o que la propia sociedad afectada asuma los costes de esta fase (*e.g.*, asumiendo los costes de investigación mediante el encargo del informe de *due diligence*).

Segundo, la comisión de ruptura solo se devengará en caso de que la oferta inicial no prospere por presentarse ofertas competidoras. No se contemplan otras causas indemnizatorias (*e.g.*, que no se obtengan las autorizaciones de competencia en forma satisfactoria para las partes o que no se cumplan todas las condiciones inicialmente fijadas por el oferente). La justificación de este requisito coincide con la del anterior: se pretende premiar la iniciativa frente a postores subsiguientes. De nuevo, consideramos que esta exigencia limita la capacidad de las comisiones de ruptura de cumplir su fin último, el de dinamizar las operaciones de compraventa o concentración (en este caso, mediante la formulación de una opa).

Por otra parte, entendemos que la oferta inicial no prosperará en los términos del artículo 42.4 del RD de Opas cuando el oferente inicial desista de su opa o cuando, habiendo modificado las condiciones de la misma, incluso por medio de sobres cerrados, no logre mejorar la opa competidora en vuelo. ¿Se exige que la opa competidora se liquide exitosamente? La norma no lo indica expresamente, pero podría interpretarse en este sentido puesto que el fracaso de la opa inicial difícilmente se explicaría por la formulación de una opa competidora igualmente fallida. Esta cuestión debería regularse por la vía convencional para evitar estas dudas interpretativas.

Tercero, la comisión de ruptura no podrá exceder del uno por ciento del importe total efectivo de la oferta. El establecimiento de un techo sirve de garantía tanto para la sociedad afectada y sus accionistas como para los terceros que contemplen la formulación de una opa competidora, cuyo éxito daría lugar a la entrada del tercero en cuestión en el accionariado de la sociedad afectada y al pago por ésta de la comisión de ruptura pactada.

Cuarto, este tipo de comisiones deben ser aprobadas por el órgano de administración de la sociedad afectada con el informe favorable de los asesores financieros de ésta. A nuestro juicio, esta competencia ya quedaría atribuida al órgano de administración con base en el ordinario reparto de competencias sociales. Por ello, su expreso reconocimiento legal podría estar encaminado a eliminar toda duda sobre la competencia de la junta general en esta materia. Respecto al preceptivo informe de los asesores financieros de la sociedad, algunos autores han defendido su imposición como garantía de los intereses de los accionistas, para contrarrestar precisamente su atribución al órgano de administración<sup>65</sup>. La redacción de la norma es curiosa, pues se refiere a “*los asesores financieros de la sociedad*”, dando por sentado su contratación,

---

<sup>65</sup> DE CARLOS BERTRÁN, L., NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., “Las opas competidoras en el Real Decreto 1066/2007”, *op. cit.*

frente a la tradicional referencia a un experto independiente, que habría sido más acertada si lo que se pretende es que un tercero ajeno a la sociedad valide la conveniencia o razonabilidad de la comisión.

Por último, se exige que la comisión se detalle en el folleto explicativo de la oferta y, de conformidad con lo previsto en el artículo 24.1 del RD de Opas, también en el informe del órgano de administración de la sociedad afectada sobre la opa<sup>66</sup>. Esta obligación deriva del principio general de información recogido en el artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas, que persigue que los destinatarios de la opa puedan tomar su decisión al respecto con pleno conocimiento de causa y, por tanto, con información sobre la existencia de una comisión de ruptura pagadera por la sociedad con los requisitos anteriormente descritos<sup>67</sup>.

De la lectura detenida del artículo 42.4 del RD de Opas queda patente que el acuerdo sobre una comisión de ruptura debe condicionarse al efectivo anuncio de una opa con unas determinadas características y, específicamente, por un determinado precio que servirá para fijar el importe máximo de la comisión. En consecuencia, en la negociación de una comisión de esta naturaleza, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá recabar la información necesaria para valorar, en primer lugar, la idoneidad de la opa proyectada y, posteriormente, la conveniencia de otorgar una indemnización a su oferente para promover el éxito de su oferta o compensar su fracaso ante ofertas posteriores.

### **2.3.2. Aceptación o rechazo de la opa por la autocartera**

Es habitual que las sociedades cotizadas operen con autocartera, bien directamente, bien a través de un contrato de liquidez. Es también frecuente que la junta general delegue en el consejo de administración la facultad de adquirir acciones propias hasta el límite legal (diez por ciento del capital social en cada momento *ex* artículo 509 de la LSC), sujeto a determinados requisitos de volumen, plazo, precio y forma, para destinar las acciones adquiridas a ejecutar planes de remuneración de empleados, realizar operaciones corporativas, enajenarlas en el mercado o cualesquiera otros fines legalmente posibles.

En el caso de que una sociedad afectada por una opa disponga de autocartera, la opa también se formulará (en caso de ser obligatoria) o podrá formularse (en caso de ser voluntaria) sobre las acciones propias que existan en cada momento. Si el volumen de autocartera es relevante, es posible que un potencial oferente que negocie una oferta con la sociedad afectada tenga interés en que las acciones en autocartera le sean transmitidas durante la opa (*e.g.*, para mejorar las probabilidades de alcanzar el nivel de aceptación pretendido o para influir en la

---

<sup>66</sup> *Vid infra* “Acuerdos entre la sociedad afectada, el oferente, sus administradores y socios”.

<sup>67</sup> Sobre el principio de información en los mercados de valores, en las sociedades de capital y, particularmente, en las sociedades cotizadas que sean objeto de una opa, *vid infra* “Consideraciones previas: los principios de información e igualdad de trato”.

decisión de los restantes destinatarios de la opa) o no (*e.g.*, para reducir el coste efectivo de la oferta).

Para adoptar un compromiso en este sentido, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá examinar la conveniencia de mantener o reducir el nivel de autocartera existente, analizando con qué motivos se acordó adquirir acciones propias, los usos que se les pretendía dar, las alternativas disponibles para atender tales usos y el coste de las mismas. Además, deberá comparar la utilidad de conservar las acciones propias frente a la de recibir el efectivo o los valores que se vayan a ofrecer como contraprestación de la opa. Huelga decir que, en caso de que se plantee aceptar la opa por la autocartera, también deberá analizarse el amparo de esta decisión en la delegación pertinente de la junta general. En definitiva, el órgano de administración deberá valorar la opa por cuenta de la sociedad afectada desde la perspectiva de cualquier destinatario de una oferta de compraventa o canje de valores a un determinado precio y en unas determinadas condiciones. Podría objetarse que la sociedad afectada no es una mera destinataria de la opa sino, precisamente, la sociedad objetivo de la misma. Puesto que el órgano de administración debe examinar la idoneidad de la opa para sus destinatarios y pronunciarse al respecto, podría argumentarse que es desde esta perspectiva desde la que debería analizar la conveniencia de promover el éxito de la futura opa satisfaciendo los intereses del potencial oferente en relación con la autocartera. La cuestión es controvertida, pues la aceptación o no de la opa por la autocartera puede suponer el éxito o fracaso de la opa en sentido opuesto al que la mayoría de los restantes destinatarios hayan decidido. Imaginemos una opa voluntaria dirigida la totalidad del capital social de una sociedad y condicionada a una aceptación mínima del cincuenta y uno por ciento del mismo. Si la sociedad dispone de un cinco por ciento de autocartera y acepta la opa junto con otro cuarenta y seis por ciento del capital, ésta se liquidará exitosamente en contra de la voluntad del cuarenta y nueve por ciento restante. Toda la normativa de opas pivota en torno al derecho de los destinatarios de una opa a decidir sobre la idoneidad de la misma sin interferencia de terceros y, particularmente, de los administradores de la sociedad afectada (artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas). Este derecho se manifiesta no solo en la decisión individual de cada destinatario de la opa de aceptarla o rechazarla, sino también en la decisión colectiva, en su caso, de adoptar medidas capaces de impedir el éxito de la opa. Entre otras cuestiones, se impide al órgano de administración realizar operaciones sobre valores que puedan frustrar la opa sin el consentimiento previo de la junta general, siendo el supuesto paradigmático las operaciones con autocartera encaminadas a hacer fracasar la opa<sup>68</sup>. Así las cosas, carecería de sentido facultar al órgano de administración para interferir activa y efectivamente en el devenir de una futura opa en sentido inverso. Esta interferencia es inevitable en caso de que exista autocartera y la opa se extienda sobre ella, pero sí puede evitarse que se produzca por los motivos erróneos si la decisión del órgano de administración de aceptar o rechazar la opa se construye exclusivamente desde la perspectiva

---

<sup>68</sup> *Vid supra* “Operaciones sobre valores”.



de un destinatario cualquiera (que llevará implícita la consideración del interés social en los términos descritos anteriormente) sin pretensión de determinar o, cuando menos, influir en el resultado de la opa<sup>69</sup>.

En consonancia con lo anterior, desde la perspectiva de la sociedad afectada, cualquier compromiso de esta naturaleza habría de ser revocable en todo momento hasta el fin del plazo de aceptación de la opa para adaptar la decisión definitiva a posibles cambios de circunstancias y, particularmente, para prever el caso de formulación de una opa competidora que pudiera resultar más ventajosa que la anterior y cuya aceptación habría de ser estudiada conforme a los mismos criterios que la aceptación de la oferta inicial.

### **2.3.3. No entorpecimiento o recomendación de la opa**

En una opa negociada con anterioridad a su lanzamiento, es probable que el potencial oferente o los accionistas vendedores que la hayan promovido deseen contar con el beneplácito del órgano de administración de la sociedad afectada y, al efecto, traten de obtener un compromiso por parte de éste de (i) no proponer a la junta general la adopción de medidas capaces de impedir o dañar el éxito de la opa o (ii) opinar favorablemente sobre la opa en el informe que habrán de emitir durante el plazo de aceptación de la opa (artículo 24.1 del RD de Opas). La asunción de un compromiso de esta naturaleza, cualquiera que sea su forma, habrá de ir precedida de un ejercicio de posicionamiento sobre la oferta ligado a unas determinadas características de ésta y condicionado al mantenimiento de las circunstancias existentes en el momento de asunción del compromiso en cuestión. Tal ejercicio deberá realizarse en todo caso desde el ángulo del interés social, como describimos más adelante<sup>70</sup>. Además, el órgano de administración deberá ser cauteloso a la hora de obligarse a permanecer pasivo o emitir una determinada opinión y preservar su flexibilidad en caso de alteración sobrevenida de las circunstancias que rodean a la sociedad afectada.

## **2.4. Obligatoria difusión de los acuerdos relativos a la opa**

La existencia de cualquier acuerdo que alcance la sociedad afectada o cualquiera de sus administradores con el oferente, sus administradores o socios deberá ser manifestada expresamente en el informe del órgano de administración de la sociedad afectada sobre la opa (artículo 24.1 del RD de Opas). El objetivo de esta norma es, como estudiaremos más adelante, proporcionar información al público y a los destinatarios de la opa sobre el contexto en el que se ha gestado la opa y formado la opinión de los administradores acerca de la misma, de manera

---

<sup>69</sup> Consideramos válidas estas reflexiones en el caso de que la opa no haya sido negociada previamente entre las partes y la decisión de aceptar o no la opa por la autocartera deba adoptarse en el plazo de aceptación sin compromiso previo al respecto de ninguna clase. *Vid supra* “Operaciones sobre valores”.

<sup>70</sup> *Vid infra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

que puedan identificar cualquier sesgo o parcialidad en las consideraciones vertidas en el informe del consejo y, en su caso, en los informes relativos a actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa<sup>71</sup>.

Por su parte, el anexo del RD de Opas, que establece el contenido mínimo obligatorio del folleto explicativo de la oferta, obliga al oferente a incluir en dicho documento una descripción completa de “*todos los acuerdos o pactos de cualquier naturaleza entre el oferente y los accionistas y miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada*”. Llama la atención que no se imponga expresamente la mención de los acuerdos suscritos directamente con la sociedad afectada. En todo caso, el artículo 18.2 del mismo texto legal establece que “*el folleto deberá contener cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta*”, por lo que cualquier acuerdo subsumible en dicha descripción habría de ser debidamente divulgado en el folleto de la opa.

### 3. Tratamiento de la información sobre la posible opa

#### 3.1. Deber de guardar secreto sobre la posible opa

Los administradores de la sociedad afectada que conozcan la existencia de una posible opa deberán salvaguardar la confidencialidad de tal información en tanto no sea difundida públicamente. Esta obligación deriva directamente del deber de secreto de los administradores, que, a su vez, procede de su deber de lealtad —así lo reconoce expresamente el artículo 228 de la LSC<sup>72</sup>—. Además, a nuestro juicio, la obligación de confidencialidad es también corolario del deber de diligencia de los administradores, pues no escapa a ningún ordenado empresario que la confidencialidad de determinada información es en muchas ocasiones requisito indispensable para la continuidad del plan o proyecto iniciado y, por ello, de obligado cumplimiento<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Vid *infra* “Acuerdos entre la sociedad afectada, el oferente, sus administradores y socios”.

<sup>72</sup> Vid *supra* “Deber de lealtad”. Sobre el fundamento del deber de secreto, aunque referido a una versión anterior de la norma, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 211 y ss.

<sup>73</sup> En este sentido, VELERDAS PERALTA, A., “Órgano de administración (II). Deberes y responsabilidad de los administradores”, op. cit., pp. 287-288 y RECALDE CASTELLS, A., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (business judgement rule)”, op. cit., pp. 1185 y ss., que hablan de la estrecha interrelación de los deberes de diligencia y lealtad y del solapamiento de su contenido en determinados aspectos como el deber de secreto precisamente; SABOGAL BERNAL, L.F., *El deber de lealtad y los conflictos de intereses de los administradores de sociedades*, 2017, p. 284, disponible en <http://eprints.ucm.es/41090/1/T38345.pdf> [fecha de consulta: 19 de abril de 2018]; y ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad: artículo 228” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital...*, op. cit., p. 204.

Podría objetarse que la existencia de una potencial opa constituye información privilegiada y que su conocimiento por parte del órgano de administración de la sociedad afectada entraña la obligación de la sociedad de comunicarla al mercado tan pronto como sea posible con arreglo a lo previsto en los artículos 17 del Reglamento de Abuso de Mercado y 226 del TRLMV. No obstante, debe considerarse que la información solo es privilegiada cuando, entre otras cuestiones, es de carácter concreto. El segundo apartado del citado precepto establece que *“se considerará que la información tiene carácter concreto si se refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede esperar razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos derivados relacionados [...]”* (el subrayado es nuestro). En consecuencia, la posibilidad de que se formule una opa no constituirá información privilegiada en tanto no se pueda esperar razonablemente que se vaya a formular y no exista información suficientemente específica al respecto (*e.g.*, identidad del oferente, precio de la opa o plazo de formulación). Y, en cualquier caso, si la información acerca de la potencial opa reúne la condición de privilegiada y el órgano de administración la conoce, su difusión al público podrá retrasarse siempre que se cumplan los requisitos exigibles al efecto: (i) que su difusión inmediata pueda perjudicar los legítimos intereses de la sociedad afectada, (ii) que el retraso no pueda inducir al público a engaño o confusión y (iii) que se pueda garantizar la confidencialidad de la información. En todo caso, la Directiva de Opas ya trata la cuestión relativa a la difusión de la información relativa a una opa y, a fin de limitar el riesgo de operaciones con información privilegiada, establece como supuesto desencadenante de la obligación de difusión la toma de decisión de presentar una opa<sup>74</sup>. Por lo tanto, de conformidad con la norma especial (y en coherencia con el requisito de concreción fijado por la norma general), la difusión pública de una potencial opa no será preceptiva mientras no exista una decisión firme al respecto (y, en caso de una opa obligatoria, mientras no se haya producido el supuesto que imponga su formulación)<sup>75</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, no es infrecuente que en el contexto de opas negociadas previamente se produzcan filtraciones antes la toma de una decisión firme y, por ende, al anuncio previo de la opa. En estos casos, las autoridades competentes pueden requerir de las sociedades involucradas una aclaración pública de la información filtrada (aclaración que suele

---

<sup>74</sup> JIMÉNEZ-BLANCO, G., “Artículo 16. Anuncio de la oferta”, *op. cit.*, pp. 386 y ss.

<sup>75</sup> Defendemos la prevalencia del principio de especialidad, que buena parte de la doctrina y jurisprudencia viene aplicando preferentemente en supuestos de colisión con los principios de temporalidad y jerarquía normativa. En este sentido, TARDÍO PATO, J.A., “El principio de especialidad normativa (*lex specialis*) y sus aplicaciones jurisprudenciales”, *op. cit.*

referirse al estado de las negociaciones entre las partes y, en particular, a la existencia o no de algún acuerdo o decisión relativo a la posible opa).

Recapitulando, el órgano de administración está vinculado por un deber de secreto que le impide compartir la información relativa a la opa con cualquier sujeto ajeno a él salvo, naturalmente, que el suministro de la misma esté justificado desde la óptica del interés social (*e.g.*, cuando la información deba compartirse con asesores para garantizar la recepción de un asesoramiento completo y adecuado) o venga exigido por ley (*e.g.*, cuando deba aclararse públicamente una filtración o rumor de suficiente exactitud). Al efecto, habrá de adoptar las medidas necesarias para salvaguardar la confidencialidad de la información, incluyendo limitar su acceso a las personas a las que resulte imprescindible concedérselo, marcar la información como confidencial, codificarla o encriptarla y suscribir contratos de confidencialidad con quienes no estén vinculados por un deber de secreto por razón de sus cargos.

Además, los administradores deberían establecer una estrategia de comunicación para responder a eventuales solicitudes de información acerca de la posible opa por parte de accionistas e inversores o, en caso de una opa “*solicited*”, de potenciales oferentes interesados en la sociedad en venta. Respecto de los primeros, sería recomendable limitarse a la información que se haya difundido públicamente en cada momento y, respecto de los segundos, debería valorarse la conveniencia de introducir nuevos candidatos en el proceso de selección de inversores y de incluir al interesado en el espectro de terceros con información privilegiada sobre la posible opa y, en su caso, sobre la sociedad (en los términos que se han descrito en este capítulo).

### **3.2. Deber de secreto del consejero dominical *vis-à-vis* el accionista representado**

La doctrina se ha planteado en numerosas ocasiones cómo casa el deber de secreto —y, más ampliamente, el deber de independencia— de los consejeros con los derechos de información y de representación proporcional de los accionistas representados. ¿Puede un consejero dominical con conocimiento de una posible opa informar de ello al accionista al que representa? El trasvase de información entre representante y representado no es una cuestión pacífica en nuestra doctrina y su estudio excede ampliamente del objeto de este trabajo. No obstante, aventuramos algunas reflexiones al respecto, aplicadas al caso concreto, que podrían servir de base para analizar el asunto con mayor profundidad. Como cuestión previa, señalamos que el supuesto de hecho consistiría en el planteamiento de una opa por un potencial oferente, por otro accionista de la sociedad o por el propio órgano de administración de la sociedad afectada; en ningún caso podría tratarse de una opa gestada por el propio accionista representado puesto que partimos de su desconocimiento de la potencial operación.

En primer lugar, debe tenerse en cuenta que el deber de secreto versa sobre las informaciones a las que el administrador haya tenido acceso “*en el desempeño de su cargo*”. ¿El potencial oferente que contacta con un accionista potencialmente vendedor a través del

consejero dominical se dirige a este último en su condición de consejero de la sociedad afectada o en su condición de representante o persona vinculada al accionista? Intuitivamente parece más plausible la segunda alternativa. En contraste, es difícil construir la misma tesis respecto del consejero dominical al que se informa de la existencia una potencial opa a través de otros consejeros, ya sea en sede de una reunión del órgano colegiado o fuera de ella.

En segundo lugar, en el caso de que la iniciativa proceda de un potencial oferente que se haya acercado directamente a los administradores de la sociedad afectada, aquél estará facultado para involucrar a los accionistas de la sociedad en cualquier momento, a su total discreción, en función de sus intereses particulares en relación con el negocio planeado. No hacerlo reflejaría una ausencia de interés en negociar con los potenciales vendedores, luego habría de valorarse la utilidad de involucrarlos en la fase de estudio y preparación de la posible opa. En especial, deberían analizarse los motivos detrás de la pretendida involucración: ¿se pretende simplemente poner al accionista en antecedentes o se persigue su intervención para promover una operación exitosa o, por el contrario, para obstaculizar su desarrollo? ¿subyace el interés social o priman otros intereses? Por su parte, en el caso de que la iniciativa proceda del propio órgano de administración de la sociedad afectada, deberán analizarse los intereses que han motivado la iniciativa y valorar la conveniencia de involucrar en el proceso a accionistas con potenciales intereses particulares distintos del social<sup>76</sup>.

En tercer lugar, deberá analizarse el impacto del trasvase de información hacia el accionista en el deber de independencia de los consejeros afectados. ¿Perjudica la transmisión de información a la observancia de este deber? En otras palabras, ¿cabe presumir un correcto ejercicio de la libertad de juicio e independencia respecto de instrucciones o vinculaciones con terceros en caso de que el accionista representado tome parte en el proceso de estudio de la opa? Creemos que la respuesta es dudosa: la imputabilidad de los conflictos de interés del accionista al consejero revela la insuficiencia del deber de independencia *per se*.

Por último, en caso de que la existencia de la potencial opa constituya información privilegiada, entrarán en juego los artículos 10 y 14 del Reglamento de Abuso de Mercado, que prohíben la comunicación de información privilegiada a terceros excepto cuando la comunicación se produzca “*en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones*” del sujeto que comunica la información. Cuestión ésta íntimamente ligada con la discusión societaria

---

<sup>76</sup> GARCÍA ÁLVAREZ, B., “El deber de secreto de los administradores y el derecho de información del socio: un conflicto abierto”, *Derecho de los Negocios* 254, 2011 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 17717/2011) el 19 de abril de 2018], defiende que el derecho de información del socio cede ante el interés social, de manera que no se podrá proporcionar información confidencial a los socios cuando pueda causar un perjuicio relevante para la sociedad que no sea compensable con los beneficios derivados de compartir la información. ARANBURU URIBARRI, E., “Alcance del deber de secreto de los consejeros dominicales”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil* 9, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 19 de abril de 2018], establece que deben aplicarse sendos criterios de relevancia y razonabilidad desde el punto de vista del interés social.

expuesta, puesto que la aceptación o no de la transmisión de información al socio como práctica societaria válida determinará si el consejero efectúa tal transmisión en el normal ejercicio de sus funciones como representante del accionista en la sociedad afectada.

### **3.3. Deber de informar sobre la posible opa en el seno del órgano de administración**

En caso de que se negocie una potencial opa con carácter previo a su lanzamiento, es posible —o probable, según qué supuestos— que los administradores de la sociedad afectada tengan conocimiento de ella en distintos momentos. En este apartado analizamos las obligaciones de información de los administradores que primero dispongan de esta información respecto de sus homólogos y del órgano colegiado en sí. Para ello distinguimos, de un lado, los consejeros dominicales que reciban información de la posible opa por su relación con el accionista al que representan y, de otro lado, cualesquiera consejeros que reciban información de la misma por su condición de tales.

En relación con los consejeros dominicales, puede suceder que un accionista con acceso al consejo esté contemplando la venta de su participación en la sociedad o bien la adquisición de un paquete de control en ella y entable negociaciones con terceros al efecto, comprensivas de una potencial opa, sin que el órgano de administración tenga conocimiento de ello. Del mismo modo, un potencial oferente puede contactar con un accionista para negociar el lanzamiento de una posible opa sobre la sociedad afectada sin involucrar al órgano de administración de ésta. ¿Debe el representante del accionista en el consejo, si tiene conocimiento de este proceso, informar de su existencia a los restantes administradores para que el órgano colegiado tome razón del mismo? A nuestro juicio, no necesariamente. La suscripción de un acuerdo de compraventa de valores puede perfeccionarse entre comprador y vendedor sin la intervención de la sociedad objetivo. En la medida que la compra o venta de una participación accionarial puede acordarse en atención exclusivamente a los propios intereses del comprador o vendedor, respectivamente, no es necesaria su comunicación previa al órgano de administración de la sociedad objetivo (*i.e.*, a los defensores de los intereses de todo el accionariado). Cuestión distinta es que, para la suscripción de tal acuerdo, se precise de determinadas actuaciones o decisiones por parte de la sociedad afectada, pues la participación del órgano de administración en ese caso sí resultaría necesaria.

Como excepción a lo anterior, en caso de que la existencia del proceso de compra o venta de valores entrara en conflicto con el interés social de manera sobrevenida (*e.g.*, supongamos que surge una oportunidad corporativa a cuya no ejecución el potencial oferente anticipa que supeditaría su oferta), surgiría una obligación del administrador, ya fuera el propio accionista o un representante, de comunicar la existencia del conflicto de interés a los demás administradores (artículo 229.3 de la LSC). Ello supondría poner a los demás administradores en conocimiento del proceso de compra o venta y, por ende, de la intención del accionista en cuestión de desinvertir de la sociedad o de adquirir el control, según sea el caso, en el corto

plazo. Tal comunicación debería producirse, a nuestro juicio, tan pronto como el administrador afectado tuviera conocimiento del conflicto de interés actual o potencial<sup>77</sup>.

En cuanto a los restantes consejeros a los que se informe de la posible opa por su condición de tales, entendemos que éstos sí deberán trasladar a sus homólogos la información recibida para que cualquier decisión o actuación al respecto sea tomada por el órgano colegiado, al que se atribuyen legalmente tales competencias<sup>78</sup>. A nuestro juicio, esta reflexión es válida aun cuando la fuente de la información solicite al consejero receptor que salvaguarde su confidencialidad y, en particular, que no la comparta con los restantes miembros del órgano de administración. Téngase en cuenta que, como mecanismo de garantía para la fuente, los administradores están legalmente obligados a guardar secreto sobre las informaciones a las que tengan acceso en el ejercicio de sus cargos (artículo 228.b) de la LSC) en los términos descritos en los apartados anteriores.

#### **4. Efectos de la ausencia de deber de pasividad en la tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la posible opa**

En vista de la conducta esperable de los administradores de la sociedad afectada en la realización de las actuaciones que, según hemos identificado, con mayor frecuencia se requiere de ellos, podemos realizar las siguientes consideraciones acerca de la tutela de la propiedad privada de los destinatarios de una posible opa durante su preparación.

La primera de ellas es que la ausencia de deber de pasividad no permite a los administradores de la sociedad afectada obstaculizar cualquier potencial oferta sin orden ni razón. El deber de lealtad les obliga a tomar cualquier decisión conforme al mejor interés social (accionarial) y es ésta la brújula que ha de guiar su actuación por cuenta de la sociedad administrada a la hora de negociar o estudiar una posible opa. Así lo hemos concretado en lo que se refiere a las decisiones de emprender un proceso ordenado de venta por cuenta del accionariado, de suministrar información confidencial a potenciales oferentes o de negociar o alcanzar acuerdos relativos a una futura oferta. En otras palabras, la ausencia de deber de pasividad no sustituye el interés accionarial como interés digno de tutela primordial, ya sea a efectos de permitir una posible opa o de cualquier otra cuestión. La diferencia es que la tutela de dicho interés (*i.e.*, la concreción de dicho interés en cada momento y la mejor forma de protegerlo) se atribuye al órgano de administración en cuanto gestor y representante de la sociedad. Esto supone un menor nivel de protección a los destinatarios de la opa al no atribuirles la capacidad de decisión sobre los méritos o no de una opa proyectada y sobre el posicionamiento de la sociedad afectada al respecto (*i.e.*, la capacidad de decisión sobre la

---

<sup>77</sup> *Vid supra* “Deber de comunicar la existencia de conflictos de interés”.

<sup>78</sup> Sobre la reserva de estas materias al pleno del órgano de administración, *vid supra* “Razón de involucrar a los administradores de la sociedad afectada: sus facultades de gestión y representación”.

mejor forma de ejercitar su derecho a gozar o disponer de la cosa). Indudablemente puede suceder que los administradores juzguen inconveniente y obstaculicen una posible operación que los accionistas, de conocerla, habrían valorado en sentido inverso. El deber de pasividad impediría que se produzcan estas situaciones.

La segunda consideración es que, a nuestro parecer, siempre debe prevalecer el interés social frente a otros intereses puntuales que los accionistas puedan tener en cada momento. Así pues, debe prevalecer la creación de valor sostenible para los accionistas (así hemos definido el interés social) frente a la posibilidad puntual de realizar un determinado negocio con los valores emitidos por la sociedad. Y también entendemos que, ante la duda sobre la mejor forma de proteger el interés social, el deber de diligencia llama a los administradores a actuar con prudencia. Este llamamiento podría suponer, por ejemplo, la decisión de no compartir información privada con terceros. El Derecho societario y la cotización de los valores de la sociedad ya proporcionan herramientas para revisar *ex post* las decisiones de los administradores (tales como su posible cese, la impugnación de acuerdos sociales, el ejercicio de acciones de responsabilidad o, sencillamente, la desinversión de la sociedad). Todas estas herramientas sirven de garantía para los accionistas pues promueven *ex ante* la correcta toma de decisiones de gestión.

En tercer lugar, debemos señalar que, al delimitar el tipo de actuaciones que generalmente se solicita al órgano de administración en el contexto de una posible opa, observamos que éstas consisten esencialmente en permitir o facilitar el estudio de la oferta por un potencial oferente, o bien en promover las condiciones en las que las partes están dispuestas a emprender el negocio contemplado (esencialmente mediante la asunción de compromisos por cuenta de la sociedad afectada). El hecho de que el órgano de administración rechace estas “solicitudes” por no considerarlas oportunas para el interés social no anula *de facto* la posibilidad de los titulares de valores objetivo de ejecutar —lucrarse con— su transmisión: nada impide a un potencial oferente formular una oferta sobre dichos valores a pesar de no haber obtenido la bendición, más o menos expresa, de los administradores de la sociedad afectada. Podría objetarse que, aunque no lo anule, sí lo merma al ser un factor disuasorio del lanzamiento de ofertas. Precisamente una de las funciones económicas del deber de pasividad es la dinamización del mercado de control (y, con ella, del crecimiento empresarial)<sup>79</sup>. Objeción irrefutable, pero remediable mediante el lanzamiento de la oferta con sujeción, por ejemplo, a la consecución de determinados acuerdos o la realización de determinadas actuaciones<sup>80</sup>.

---

<sup>79</sup> Vid *supra* “Función económica del deber de pasividad”.

<sup>80</sup> EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *op. cit.*, p. 1200, afirman que la opa es una válvula de escape de los oferentes que desean tomar el control de la sociedad afectada en el caso de que otros mecanismos (*e.g.*, una fusión) no prosperen a causa de la actitud hostil u obstaculizadora de los administradores de la sociedad.



Entraría entonces en juego el deber de pasividad y las consideraciones que hemos realizado respecto a la gestión de las condiciones impuestas por el oferente.

La cuarta consideración —que desarrollaremos en el último capítulo de este trabajo, pero que conviene anticipar aquí— es que la dificultad de probar que, ante una conducta distinta por los administradores, (i) se hubiera llegado a formular una opa y (ii) ésta se hubiera liquidado exitosamente, reduce enormemente la posibilidad de exigir responsabilidad por “obstaculización de una potencial opa potencialmente exitosa”. Por ello, el principal mecanismo de exigibilidad de los deberes de los administradores en el contexto de una opa es la tarea de supervisión de la CNMV. Este mecanismo entra en juego una vez conocida la oferta, luego en la fase de estudio de una opa el nivel de exigibilidad de las normas (*ergo* el nivel de tutela de los intereses por ellas protegidos) sí es menor.

En síntesis, aunque el marco normativo aplicable sí tutela los intereses de los destinatarios de la posible opa, la ausencia de primacía accionarial imperativa en relación con la opa, unida a la ausencia de auténticas facultades de supervisión, reduce el nivel de protección de los destinatarios en comparación con el que se les otorga una vez anunciada la opa. Con todo, la opción del RD de Opas por la seguridad jurídica y la maximización del periodo de ordinario funcionamiento de la sociedad afectada nos parece deseable y los riesgos mitigables a través de los deberes generales de los administradores.

Por último, quedaría como tarea pendiente promover la toma de decisiones por cuenta de la sociedad afectada en consideración específica de los restantes titulares de valores potencialmente objeto de una opa, pues no son beneficiarios del deber de lealtad, del mismo modo en que está pendiente una vez anunciada una opa.

## **CAPÍTULO V. GESTIÓN DE LAS ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD**

### **I. PLANTEAMIENTO**

En los capítulos precedentes hemos establecido que el deber de pasividad no conlleva una inoperancia absoluta de sus destinatarios, sino que éstos, primero, podrán continuar desempeñando sus cargos en todo lo que no afecte al éxito de la opa, segundo, como veremos a continuación, podrán intervenir en la fase de preparación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa antes de su sometimiento al órgano soberano y, tercero, deberán emitir un informe con sus opiniones sobre la opa. La primera parte, esto es, la inmutabilidad de las competencias sin impacto en la opa en pendencia, ha sido tratada en el capítulo relativo al alcance del deber de pasividad. La segunda parte constituye el objeto de estudio del presente capítulo, donde analizaremos el rol del consejo de administración de una sociedad opada en el estudio y preparación de actuaciones sujetas al deber de pasividad. La tercera parte (el informe sobre la opa), por su relevancia, la estudiaremos aparte en el capítulo siguiente.

Se habrá percibido que nos referimos constantemente a actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa, en lugar del término comúnmente utilizado de medidas defensivas. Lo hacemos así *ex profeso* por dos motivos. El primero es nuestra intención de mantener cierta coherencia entre la norma objeto de estudio en este trabajo y el trabajo en sí. Tanto el artículo 9 de la Directiva de Opas como los artículos 134 del TRLMV y 28 del RD de Opas se refieren a acciones y actuaciones, respectivamente, que puedan impedir el éxito de una opa. En la sección relativa al alcance objetivo del deber de pasividad explicamos la mejora que supone, a nuestro modo de ver, la sustitución por el legislador español del término acción por actuación. El segundo motivo es de sustancia. También hemos explicado anteriormente que la conducta del órgano de administración no se limita con base en su intención o no de impedir el éxito de una opa en pendencia, sino en su capacidad de ello en tanto que órgano gestor con amplias facultades de decisión y actuación en el seno de la sociedad afectada. Así, se obliga a este órgano a obtener el consentimiento previo de la junta general para llevar a cabo tanto medidas expresamente orientadas a impedir el éxito de una opa, como otras actuaciones con sentido propio, encaminadas a otros fines que pueden ser absolutamente legítimos y, en opinión del consejo de administración, conformes con el interés social, pero que, por su magnitud o relevancia objetiva o subjetiva para el oferente, pueden resultar en el fracaso de la opa. En este capítulo pretendemos establecer un modelo de conducta de los administradores que sea válido para unas y otras actuaciones, con la excepción del examen de la idoneidad de cada una de ellas, en el que entrará en juego naturalmente la valoración del objetivo perseguido.

Por lo anterior, a lo largo del trabajo, al referirnos con carácter general a cualquier actuación incluida en el ámbito objetivo del deber de pasividad, ya sea una medida defensiva o una actuación con sentido propio, evitamos el término “medida”, con el fin de neutralizar cualquier asociación de la actuación en cuestión con un elemento intencional de carácter preventivo o reactivo en línea con la expresión “tomar medidas” o con otras figuras como las medidas cautelares, las medidas de seguridad, las propias medidas defensivas (éstas sí, deliberadamente orientadas a frustrar la opa) o las medidas de neutralización.

A efectos exhaustivos, recordamos también que medimos el éxito o fracaso de una opa exclusivamente por su resultado, entendiendo por oferta exitosa aquella que es liquidada de conformidad con lo previsto en el artículo 37 del RD de Opas y por oferta no exitosa o fracasada cualquier otra que sea retirada por el oferente o quede sin efecto por incumplimiento de las condiciones impuestas de conformidad con lo previsto en el artículo 33 de la misma norma.

Por último, debemos advertir que trataremos exclusivamente la actuación del órgano de administración de la propia sociedad afectada, dejando fuera de estudio la conducta de los restantes destinatarios del deber de pasividad.

## **II. FUENTES NORMATIVAS**

### **1. Cuestión previa: ley aplicable y autoridad competente**

Como ya hemos señalado en los capítulos II y IV anteriores, el Derecho societario español resultará de aplicación a las sociedades de nacionalidad española sobre las que se formule una opa, con independencia del lugar de cotización de los valores objeto de la misma. En este sentido, los artículos 4.2.d) de la Directiva de Opas y 1.3.c) del RD de Opas establecen que en los asuntos relativos al Derecho de sociedades las normas aplicables y la autoridad competente serán las del Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social. Por lo tanto, este capítulo se ciñe al estudio de la actuación del órgano de administración de las sociedades opadas españolas, sin entrar a analizar la conducta exigible a sociedades extranjeras aun cuando sus valores coticen en las Bolsas de Valores españolas y, por tanto, la opa “se formule en España”.

### **2. Coaplicación del deber de pasividad y el régimen societario general**

Desde el momento de publicación del anuncio previo de una opa entra en vigor el deber de pasividad aplicable, entre otros, al órgano de administración de la sociedad afectada. La consecuencia directa de esta norma es la atracción a la junta general de la decisión sobre la realización de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa anunciada. No obstante, la Directiva de Opas y las normas de transposición de la misma en el ordenamiento español apenas se pronuncian en lo que respecta a las diligencias previas a la aprobación de tales

actuaciones por la junta general de la sociedad afectada. En particular, no se establece ninguna regla especial en relación con el estudio, negociación y desarrollo de tales actuaciones y prácticamente ninguna acerca de la convocatoria y preparación de la junta general que deba aprobarlas. El artículo 134.2 del TRLMV tan solo introduce una excepción respecto del plazo y forma de convocatoria de estas juntas generales y el artículo 28.4 del RD de Opas limita su orden del día e impone determinadas reglas sobre la documentación de las propuestas de acuerdo y el contenido del anuncio de convocatoria —normas que trataremos en este capítulo—.

En consecuencia, deberá aplicarse supletoriamente el régimen societario general relativo al estudio y preparación de materias ordinariamente reservadas a la junta general de las sociedades anónimas, esto es, las disposiciones incluidas en la LSC, con las particularidades propias de las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación<sup>1</sup> y considerando las recomendaciones del Código de Buen Gobierno en esta materia.

Por otra parte, en el capítulo II anterior hemos analizado la interrelación entre este deber, aplicable en la circunstancia excepcional que supone una opa, y el régimen general de deberes de los administradores, y hemos concluido su necesaria coexistencia. Así, el parámetro del ordenado empresario seguirá marcando el estándar de diligencia exigible a los administradores en la realización de todas las actuaciones permitidas al amparo del deber de pasividad, y el deber de lealtad seguirá determinando los intereses cuya promoción ha de guiar la ejecución de dichas actuaciones. La diferencia es que el deber de pasividad limita la autonomía de los administradores *ex ante*, reservándose al órgano soberano la aprobación de las actuaciones que puedan afectar a la opa<sup>2</sup>.

### III. COMPETENCIA PARA PROPONER O PREPARAR ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD

#### 1. Competencia del órgano de administración

Conforme a lo previsto en el apartado j) artículo 249 *bis* de la LSC, es competencia indelegable del órgano de administración de una sociedad la convocatoria de la junta general de accionistas y la elaboración del orden del día y de la propuesta de acuerdos<sup>3</sup>. Se atribuye pues al órgano de

---

<sup>1</sup> En este sentido GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 583 y ss.

<sup>2</sup> *Vid supra* “Encuadre del deber de pasividad en los deberes generales de los administradores”.

<sup>3</sup> El artículo 249 *bis* de la LSC fue introducido por la Ley 31/2014 con el objetivo de reforzar la figura del consejo de administración y garantizar su intervención en las materias consideradas el núcleo esencial de la gestión social (Exposición de Motivos). La letra j) no hace sino ajustar la regulación a la realidad de las sociedades de capital, pues los administradores ya venían elaborando las propuestas de acuerdo elevadas a la junta general con anterioridad a la entrada en vigor de este precepto.

administración en pleno —se prohíbe la delegación en la comisión ejecutiva o en el consejero delegado— la facultad de iniciativa en lo que respecta a los acuerdos a someter a la junta general de accionistas, entendida la iniciativa como el derecho de hacer una propuesta<sup>4</sup>. Lo anterior debe entenderse sin perjuicio de la facultad de cada administrador, individualmente, de someter asuntos a la consideración del órgano de administración. En este sentido, el Código de Buen Gobierno recomienda que los consejeros puedan individualmente proponer puntos del orden del día inicialmente no previstos en el programa de fechas y asuntos a tratar por el órgano de administración elaborado al inicio de cada ejercicio (recomendación 26).

La facultad de iniciativa del órgano de administración va acompañada, sobre todo en las decisiones de mayor trascendencia, por un deber de información a los socios sobre los acuerdos cuya adopción propone el órgano de administración. A modo de ejemplo, respecto de las modificaciones estatutarias, corresponde a los administradores autores de la propuesta redactar el texto íntegro de la modificación que proponen y un informe escrito con justificación de la misma (artículo 286 de la LSC). Los administradores de una sociedad cotizada también habrán de elaborar informes específicos justificativos de determinados acuerdos sociales tales como las adquisiciones onerosas por valor superior al diez por ciento del capital social en los dos primeros años tras la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil, los aumentos de capital no dinerarios o por compensación de créditos, la emisión de obligaciones convertibles o instrumentos financieros análogos, la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente en un aumento de capital o una emisión de obligaciones convertibles o la delegación de tal facultad en el órgano de administración, el nombramiento y reelección de consejeros y las modificaciones estructurales. En definitiva, en relación con los acuerdos cuya adopción queda reservada a la junta general, se reconoce a los administradores un poder de preparación y un deber de información al órgano soberano<sup>5</sup>.

En otro orden de cosas, ya hemos aludido en este trabajo a la polémica existente en torno a la escasa involucración de los accionistas de las sociedades cotizadas en la elaboración y definición de los acuerdos sociales, incluso en las materias a ellos reservadas expresamente, y al desplazamiento del poder efectivo hacia el órgano de administración de la sociedad y, a su vez, hacia los miembros ejecutivos de éste. También nos hemos referido a los movimientos de revitalización de la junta general y de activismo accionarial surgidos en las últimas décadas y que están contribuyendo a restaurar la junta general, si no como órgano deliberante, al menos como órgano soberano supremo con facultades de control, a menudo *ex ante*, sobre la conducta de los administradores e, indirectamente, del equipo ejecutivo<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Segunda acepción del término “iniciativa” según la Real Academia Española.

<sup>5</sup> *Vid infra* “Obligaciones generales de información a los accionistas”.

<sup>6</sup> Acerca del absentismo accionarial en las sociedades cotizadas, el consiguiente desplazamiento de poder hacia el órgano de administración y el equipo gestor y las recientes medidas para revitalizar el órgano soberano, *vid supra* “Particularidades relativas a las sociedades cotizadas”.

Como ya ha quedado expuesto, la cuestión de la separación entre propiedad y control de una sociedad resulta especialmente problemática en situaciones de toma de control. El deber de pasividad persigue precisamente reunificar propiedad y control para garantizar el derecho de los titulares de valores, en cuanto que destinatarios de la opa, a decidir sobre la idoneidad de la misma. Tal derecho se ejercitará, naturalmente, mediante la aceptación o rechazo de la oferta; pero, además, el deber de pasividad trata de que ningún tercero pueda mermar o anular ese derecho obstaculizando la opa al margen de la voluntad de sus destinatarios. La solución pasa por reservar a la junta general de accionistas la decisión sobre las actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa. En puridad, esta medida parece suficiente para alcanzar el objetivo perseguido. No obstante, a la luz del absentismo accionarial y considerando que las juntas generales en numerosas ocasiones se limitan a ratificar las propuestas del órgano de administración, se plantea si la elaboración de las correspondientes propuestas de acuerdos por el órgano de administración de la sociedad afectada puede frustrar la libre valoración por los accionistas de las bondades de la opa propuesta<sup>7</sup>. A nuestro juicio, la negativa es clara siempre que los administradores observen rigurosamente sus deberes fiduciarios, así como la normativa especial en materia de opas. Ahora bien, la protección de los destinatarios de la opa solo será efectiva si los accionistas abandonan su comportamiento apático y adoptan una conducta activa y proactiva en la aprobación, o no, de actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa, haciendo uso extenso de sus derechos de participación, asistencia, voto, información, complemento a la convocatoria o presentación de propuestas fundamentadas de acuerdo<sup>8</sup>.

## 2. Facultad de iniciativa del socio

Nuestro Derecho de sociedades concede a los accionistas con un determinado porcentaje del capital un poder de iniciativa en la elaboración de acuerdos sociales. En particular, en lo que se refiere a sociedades cotizadas, se permite a los accionistas titulares de, al menos, el tres por ciento del capital solicitar la convocatoria de la junta general, expresando los asuntos a tratar en ella. Se les permite, asimismo, respecto de las juntas generales ordinarias, solicitar que se publique un complemento a la convocatoria incluyendo uno o más puntos en el orden del día y, respecto de cualquier clase de junta, presentar propuestas fundamentadas de acuerdo acerca de puntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día. Ante el silencio de la normativa de opas, *a priori* el citado régimen general también debería ser aplicable a las juntas generales

---

<sup>7</sup> Advierte de este riesgo GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 251-252, aventurando que la apatía racional de los accionistas puede llevarles a ejercitar su derecho de voto de manera irreflexiva y conducir a que el órgano de administración o el grupo de accionistas de control marque *de facto* el sentido de la votación de la junta general llamada a decidir sobre actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa.

<sup>8</sup> Expresa dudas sobre la eficacia de estos derechos como medio para devolver a la junta general su soberanía, RECALDE CASTELLS, A., “Reflexiones en relación con la Directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al Derecho español”, *op. cit.*, pp. 67 y ss.

convocadas para resolver sobre actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa. Analizamos a continuación la aplicabilidad de tales normas en las citadas juntas y su incidencia jurídica desde la perspectiva de los deberes de los administradores.

## 2.1. Derecho a solicitar la convocatoria de la junta general

De conformidad con lo previsto en el artículo 168 de la LSC, los administradores están obligados a convocar una junta general de accionistas cuando así lo soliciten los titulares de, al menos, el tres por ciento del capital social<sup>9</sup>. Así, cualquier accionista o agrupación de accionistas de una sociedad afectada por una opa que ostente la participación mínima exigida y desee someter a la aprobación de la junta general una determinada actuación con capacidad de impedir el éxito de la opa podrá solicitar al consejo la convocatoria del órgano soberano e indicar el o los asuntos a tratar en ella. En esencia, se otorga a los accionistas un poder de iniciativa respecto de la adopción de acuerdos sociales con la finalidad de incrementar su participación en la gestión de la sociedad, y se impone a los administradores la correlativa obligación de atender la solicitud recibida<sup>10</sup>.

El silencio de la normativa de opas presupone el mantenimiento de este derecho en el marco excepcional de una opa. Se plantea no obstante un problema de alcance temporal que, en la práctica, reduce sustancialmente la virtualidad de esta norma. En efecto, en caso de solicitud de convocatoria de junta general por una minoría accionarial, el órgano de administración dispone de dos meses para atender la solicitud (en puridad, dispone de un mes para convocar con un mes de antelación, o incluso de un mes y medio para convocar con solo quince días de antelación en virtud de lo previsto en el artículo 134.2 del TRLMV)<sup>11</sup>. Este plazo

---

<sup>9</sup> Sobre este derecho, MORALES MENÉNDEZ, I., “Artículo 168. Solicitud de convocatoria por la minoría” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit., pp. 1234 y ss.

<sup>10</sup> La doctrina advierte de que esta norma no faculta a los accionistas para convocar la junta, ni tan siquiera para imponer su convocatoria a los administradores, pero que la mera facultad de solicitud les confiere una facultad de iniciativa legal (SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 132-133, por referencia a la RDGRN de 13 de enero de 1994 disponible en <https://www.boe.es/boe/dias/1994/02/09/pdfs/A04293-04295.pdf> [fecha de consulta: 5 de febrero de 2018]).

<sup>11</sup> Anteriormente, el plazo del que disponía el órgano de administración para convocar una junta general a instancia de la minoría era de un mes. La Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, duplicó el citado plazo. Esta modificación se introdujo como “*corrección de la contradicción entre el plazo que debe mediar entre la publicación de la convocatoria de la junta general de accionistas y el plazo para la celebración de la junta a solicitud de la minoría*” (Exposición de Motivos de la Ley 25/2011), para conceder al órgano de administración el plazo de un mes para preparar la convocatoria de la junta general y, a continuación, dejar el preceptivo lapso de un mes entre el anuncio y la celebración de la junta general. De la excesiva brevedad del plazo ya venía advirtiendo la doctrina (entre otros, SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, op. cit., p. 134) y, aunque tal extensión es lógica, especialmente en el ámbito de las sociedades cotizadas, cuyas juntas generales exigen de una intensa preparación de documentación para poner a disposición de los accionistas, no puede obviarse la ineficacia que supone ante la circunstancia excepcional de una opa (circunstancia que probablemente no estaba en la mente del legislador al publicar la Ley 25/2011). Respecto al cómputo del plazo, éste empezará a contar

es de difícil encuadre en el calendario de una opa. El problema no se plantearía tanto en la fase previa a la autorización de la opa, pues en la práctica suelen transcurrir varios meses entre la publicación del anuncio previo y la aprobación de la operación por parte de la CNMV. En cambio, es un derecho prácticamente vacío de contenido una vez autorizada la opa a la vista de los límites mínimo y máximo para el plazo de aceptación de la opa (quince y setenta días, respectivamente) y, en todo caso, supeditado a (i) la voluntad del oferente respecto a la extensión de dicho plazo y (ii) la voluntad del órgano de administración de la sociedad afectada respecto al uso del plazo disponible para atender la solicitud recibida. Ello implica que, para garantizar su efectividad, este derecho debería ejercitarse sobre la base de las informaciones anticipadas por el oferente en el anuncio previo de la opa, en lugar de las informaciones contenidas en el folleto explicativo de la oferta, más detalladas, completas y ya revisadas por la autoridad competente. Tal vez la solución pasaría por acortar a ¿quince días? el plazo del consejo para publicar el anuncio de convocatoria de la junta general solicitada por la minoría y facultar al solicitante para requerir la aplicación del artículo 134.2 del TRLMV.

En otro orden de cosas, los accionistas que soliciten la convocatoria de la junta general deben indicar los asuntos a tratar en la reunión solicitada. Se plantea si cualquier propuesta es válida y ha de ser atendida por los administradores o si, por el contrario, gozan éstos de una facultad discriminatoria a la hora de incluir en el orden del día los puntos solicitados. Algunos autores niegan esta facultad<sup>12</sup>, mientras que otros afirman que los asuntos solo deberán incluirse en el anuncio de convocatoria cuando sean competencia de la junta general y no sean contrarios al interés social<sup>13</sup>. Esta interpretación convierte al órgano de administración en una suerte de

---

desde el día siguiente a la solicitud (SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, op. cit., p. 134).

<sup>12</sup> BOQUERA MATARREDONA, J., “El derecho de los accionistas a presentar propuestas de acuerdo a la junta general de las sociedades cotizadas” en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas...*, op. cit., pp. 182, 192-193, señala que “en ningún caso el órgano de administración rechazará la propuesta, pero puede elaborar un informe desfavorable en el que analizará los argumentos de los accionistas minoritarios para fundamentar su petición, así como los intereses en juego [...] [p]ero, en todo caso, las tramitará y elevará a la junta general. Sólo en supuestos excepcionales por su gravedad, como la presentación de propuestas de acuerdo que conlleven la divulgación de información reservada o que alteren el mercado en el que actúa la sociedad, el presidente de la junta podría impedir su publicidad o no admitir su discusión”.

<sup>13</sup> En esta línea, SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 135-137, con base en la STS (Sala de lo Civil) 198/2004, de 17 de marzo (La Ley 1092/2004) según la cual “[e]s facultad y obligación de los Administradores, como dice el art. 100-1 LSA, la de convocar la Junta General Extraordinaria, “siempre que (los mismos) lo estimen conveniente para los intereses sociales”; o cuando lo soliciten socios que sean titulares, al menos, de un 5% del capital social, y expresen en su solicitud los asuntos a tratar en la Junta”. No obstante, el uso de la conjunción “o” no corrobora a nuestro juicio la interpretación propuesta. En sentido similar, aunque respecto al derecho del accionista a solicitar información, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, Madrid: McGraw-Hill, 1999, pp. 411 y ss., apunta la prohibición de abuso de derecho como límite inmanente al derecho de información y, más adelante, reiterará que son límites al derecho de información no solo el interés social, sino también “motivaciones espúreas (sic) (por ejemplo, actuación al servicio de la competencia) o una conducta objetivamente obstructiva (antisocial) en el solicitante de la información” (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., “Reformas en materia de derecho de información (modificación del art. 197.4 LSC)” en AA.VV., *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-*



filtro por el que han de pasar las solicitudes de los socios, de manera que sobre la voluntad de éstos se impone el juicio de los administradores respecto del interés social. En situaciones de toma de control en las que se ha considerado adecuado reservar la toma de decisiones a la junta general de accionistas sobre la base, en parte, de los posibles conflictos de interés de los gestores, sería arriesgado erigir a estos últimos en fiscalizadores de las propuestas de los accionistas a la luz del interés social. No obstante, creemos necesario dejar cierto margen de discrecionalidad al órgano de administración en supuestos de evidente gravedad que puedan perjudicar los legítimos intereses de la sociedad o sean manifiestamente contrarios al deber de lealtad y buena fe del accionista solicitante<sup>14</sup>; discrecionalidad que, por otra parte, vendrá avalada por la estrecha y poco laxa tarea de supervisión de la CNMV. Asimismo, los administradores gozarán de la facultad de incluir otros puntos en el orden del día que desde su punto de vista sí sean conformes al interés social y puedan contrarrestar las propuestas instadas por los socios<sup>15</sup>.

La LSC no se pronuncia acerca de la elaboración de la documentación societaria relativa a la junta general convocada a instancia de la minoría. A nuestro modo de ver, en coherencia con la obligación de justificación de los acuerdos sociales que se impone a los accionistas en el artículo 519 de la LSC (que trataremos a continuación), los accionistas solicitantes deberán acompañar toda la documentación relativa a los asuntos del orden del día que, de conformidad con la ley, deba ponerse a disposición de los accionistas desde la convocatoria de la junta

---

*ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012*) (dirs. Rodríguez Artigas, F., Farrando Miguel, O., González Castilla, F.), 2ª edición, Navarra: Thomson Reuters, 2012, pp. 431). En igual sentido, PETIT LAVALL, M.V., “Los límites al derecho de información y la reducción del número de consejeros en la sociedad anónima. La Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Bilbao de 10 de enero de 2012 (Residencial Monte Carmelo, S.A., c. Iberdrola, S.A.)”, *Diario La Ley* 7882, 2012 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 6739/2012) el 14 de febrero de 2018], establece como límites al derecho de información la buena fe y el abuso de derecho. La RDGRN de 31 de enero de 2018 (BOE número 39 de 13 de febrero de 2018 disponible en <https://www.boe.es/boe/dias/2018/02/13/pdfs/BOE-A-2018-1947.pdf> [fecha de consulta: 7 de marzo de 2018]) establece, en relación con el complemento a la convocatoria, que el órgano de administrador debe ejercer de filtro y oponerse a la inclusión de acuerdos sociales por motivos de coherencia con el deber de diligencia y respeto al interés social y, en definitiva, valorar bajo su responsabilidad la procedencia de una solicitud de complemento a la convocatoria, pudiendo incluso responder por el perjuicio causado cuando desempeñen indebidamente su labor de filtro. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El complemento de la convocatoria de la Junta General (competencia y diligencia) Comentario a la Resolución DGRN de 31 de enero de 2018”, *RDBB* 152, 2018, pp. 9 y ss., afirma que los administradores “*deben desempeñar un papel de «filtro» de la solicitud que consiste en cohonestar el deber de convocar con el deber de una defensa diligente del interés social*”.

<sup>14</sup> En la misma línea, respecto del complemento a la convocatoria, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada” en AA.VV., *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital...*, *op. cit.*, pp. 554 y ss., que considera que “*en determinados casos (en general, cuando el ejercicio del derecho sea abusivo o irresponsable, de manera que no mira a la consecución del interés social), el consejo de administración sí podrá denegar la publicación del complemento*”; MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Artículo 168. Solicitud de convocatoria por la minoría”, *op. cit.*, p. 1238.

<sup>15</sup> MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Artículo 168. Solicitud de convocatoria por la minoría”, *op. cit.*, p. 1238.

general<sup>16</sup>. Así pues, no corresponderá a los administradores justificar, desarrollar o preparar las propuestas de acuerdo iniciadas por terceros. Su obligación se ceñirá a la elaboración de los documentos propios de cualquier junta general (*e.g.*, el anuncio de convocatoria o las reglas para acreditar la titularidad de las acciones y ejercer los derechos de asistencia, representación y voto) y los relativos a los puntos del orden del día que hayan incluido *motu proprio*, así como a la publicación, en idénticas condiciones, de la totalidad de los documentos concernientes a la junta general. Nada obsta sin embargo para que se pronuncien o informen las propuestas de la minoría en el sentido que consideren más adecuado para el interés social<sup>17</sup>.

## 2.2. Derecho a completar el orden del día

Con arreglo a lo previsto en el artículo 519.1 de la LSC, los accionistas de una sociedad cotizada que sean titulares de, al menos, el tres por ciento del capital social pueden solicitar al consejo de administración la publicación de un complemento a la convocatoria (esto es, la inclusión de uno o más puntos en el orden del día de una junta general ya convocada). Este derecho está restringido a las juntas generales ordinarias<sup>18</sup>. A la luz de este artículo, cualquier accionista de una sociedad afectada por una opa con la participación necesaria podría aprovechar la convocatoria de la junta general ordinaria de la sociedad para introducir como punto del orden del día la aprobación de una determinada actuación con capacidad de impedir el éxito de la opa.

Se plantea cómo encaja esta norma societaria con lo dispuesto en el artículo 28.4.a) del RD de Opas, en virtud del cual “*la junta general de accionistas [convocada para decidir sobre la adopción de una actuación capaz de impedir el éxito de la opa], salvo si se trata de una junta general ordinaria, no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación*”. En el caso de una junta general extraordinaria, es claro que ninguna de las dos normas permite a los accionistas introducir puntos adicionales en el orden del día. Sin embargo, la conclusión no es tan clara en lo que a juntas generales ordinarias se refiere. La norma societaria general lo permite y, a primera vista, la norma especial parece permitirlo también (“*salvo si se trata de una junta general ordinaria*”), pero podría argumentarse lo contrario. En efecto, la finalidad del artículo 28.4.a) es que la junta general

---

<sup>16</sup> En igual sentido sostiene ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “Artículo 286. Propuesta de modificación” en AA.VV. *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, p. 2112, que “*la determinación de las personas obligadas [a elaborar los documentos relativos a las modificaciones estatutarias] está en función del origen de la propuesta*”.

<sup>17</sup> Así, BOQUERA MATARREDONA, J., “El derecho de los accionistas a presentar propuestas de acuerdo a la junta general de las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, p. 193.

<sup>18</sup> Inicialmente, el régimen del complemento del orden del día no estaba limitado a las juntas generales ordinarias. La limitación fue introducida por la Ley 25/2011 en relación únicamente con las sociedades cotizadas de conformidad con lo permitido por el artículo 6.1 de la Directiva 2007/36/CE. En contra de esta restricción, nosotros mismos y MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 543, por los mayores costes económicos y temporales de la alternativa disponible: el derecho a solicitar la convocatoria de una junta general extraordinaria.

convocada para tratar sobre una actuación capaz de impedir el éxito de la opa trate exclusivamente sobre esa actuación. Sobre ningún otro asunto y sobre ninguna otra actuación; por ello dice que “*no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación*”, sin referirse a la autorización o confirmación de una actuación u operación de esa naturaleza en general. A pesar de ello, parece necesario hacer una excepción para las juntas generales ordinarias. Lo contrario impediría decidir sobre la adopción de actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa en juntas generales ordinarias —que lo son precisamente por versar sobre unos determinados asuntos— y podría llevar al absurdo de tener que convocar dos reuniones casi simultáneas, la una ordinaria y la otra extraordinaria para tratar de la actuación en cuestión. Interpretando que la excepción únicamente pretendía evitar este absurdo, no cabría que los accionistas incluyeran otras actuaciones con capacidad de impedir el éxito de la opa como puntos del orden del día de una junta general ya convocada por el órgano de administración con alguna actuación de esta naturaleza en el orden del día, con independencia de su clase<sup>19</sup>. A pesar de lo anterior, nos inclinamos por permitir la inclusión de puntos del orden del día en juntas generales ordinarias en las que también se trate de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de la opa (o en juntas convocadas para decidir sobre una actuación de este tipo en las que, de paso, se proponga la aprobación de las cuentas anuales y la censura de la gestión social), en pos de una mayor involucración de los accionistas en la gestión de la sociedad y de una mayor protección de su derecho a decidir sobre el desenvolvimiento de la opa.

En este caso, no se originan problemas de plazos en la aplicación de la norma. La LSC establece que este derecho podrá ejercerse en los cinco días siguientes a la publicación del anuncio de convocatoria y que el consejo de administración estará obligado a publicar el complemento al menos quince días antes de la celebración de la junta general<sup>20</sup>. A nuestro juicio, la facultad concedida por el artículo 134.2 del TRLMV de convocar con solo quince días de antelación no puede utilizarse cuando se trate de una junta ordinaria, en consonancia con la imposibilidad de acortar el plazo de convocatoria de las juntas generales ordinarias recogida en la LSC<sup>21</sup>. Al contrario, entendemos que el precepto está pensado para las juntas convocadas *ad*

---

<sup>19</sup> A favor de esta interpretación puede alegarse la publicación cuasi-simultánea del RD de Opas y de la Directiva 2007/36/CE, que permitía exceptuar del derecho a completar el orden del día las juntas generales extraordinarias, considerando que su transposición al ordenamiento español no se produciría hasta 2011 (con casi dos años de retraso) y que el primer proyecto de ley en ese sentido data de febrero de 2011 (disponible en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, IX Legislatura, Congreso, serie A, número 111 y Senado, serie I, número 83 ([http://www.congreso.es/public\\_oficiales/L9/CONG/BOCG/A/A\\_111-01.PDF#page=1](http://www.congreso.es/public_oficiales/L9/CONG/BOCG/A/A_111-01.PDF#page=1)) [fecha de consulta: 5 de febrero de 2018]).

<sup>20</sup> Señala MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 543, que tal vez la limitación del derecho a las juntas generales ordinarias pretende precisamente, aunque sin mucho acierto, evitar problemas en caso de reducción del plazo de convocatoria de la junta general extraordinaria a quince días *ex* artículo 515 de la LSC.

<sup>21</sup> Imposibilidad que, en MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 543, se justifica por tres motivos: (i) la frecuencia con la que la junta general

*hoc* para decidir sobre actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa y no contempla la posibilidad de que se aproveche la preceptiva convocatoria de una junta general ordinaria para tratar sobre la citada cuestión<sup>22</sup>. En consecuencia, el ejercicio de este derecho no se ve limitado en el marco de una opa y el accionista que desee presentar un complemento a la convocatoria tendrá, *a priori*, idénticas probabilidades de éxito que el órgano de administración.

Por otra parte, el ejercicio de este derecho exige que el accionista acompañe la solicitud de una justificación de cada punto o, en su caso, de una propuesta de acuerdo justificada. En la medida que el artículo 518.d) de la LSC exige que, con ocasión de la convocatoria de la junta general de una sociedad cotizada, se ponga a disposición de sus accionistas los textos completos de las propuestas de acuerdo sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día o, en el caso de los puntos de carácter informativo, un informe de los órganos competentes comentando dichos puntos, los accionistas que deseen completar el orden del día deberán acompañar una propuesta de acuerdo justificada en todo caso, excepto que el punto que deseen incluir sea meramente informativo. Acerca del grado de justificación exigido, compartimos la opinión de que será suficiente una justificación breve, clara y concisa que explique la necesidad o conveniencia de someter el asunto a la consideración de los socios<sup>23</sup>. Por ello, los administradores estarán exentos de redactar los documentos relativos a los puntos del orden del día que soliciten los accionistas, aunque puedan voluntariamente expresar su parecer sobre las propuestas presentadas por la minoría.

De otro lado, igual que en relación con la solicitud de convocatoria de junta general por la minoría, también en este caso defendemos la discrecionalidad del órgano de administración para denegar la publicación del complemento a la convocatoria en casos de manifiesta contrariedad con el interés social, el deber de buena fe o el orden público<sup>24</sup>.

Por último, el órgano de administración estará obligado a publicar “*el complemento*” con al menos quince días de antelación a la fecha establecida para la reunión (artículo 519.2 de la LSC). Algunos autores sostienen que la publicación solo abarca los asuntos a tratar, sin que sea preceptivo publicar la justificación de los acuerdos o las propuestas de acuerdo justificadas<sup>25</sup>. No obstante, en aras del derecho de información de los accionistas y con el objeto de fomentar una toma de decisiones informada y razonada, nos parece recomendable publicar

---

ordinaria es el único acto en todo el ejercicio en el que los accionistas intervienen en los asuntos sociales, (ii) la insuficiencia del plazo de quince días para valorar las propuestas de acuerdo cuando el orden del día exceda del mínimo obligatorio y (iii) la incompatibilidad con los plazos para el derecho a completar el orden del día.

<sup>22</sup> Vid *infra* “Plazo de convocatoria”.

<sup>23</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 552.

<sup>24</sup> En la misma línea, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 554 y ss.

<sup>25</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 556-557, apoyándose en el objetivo de la Ley 25/2011 de reducir los costes para las sociedades.

toda la documentación relativa al complemento en idénticas condiciones que los documentos relativos a los puntos del orden del día incluidos por el consejo. Esta interpretación es coherente con la obligación de difundir toda la documentación que los accionistas remitan en ejercicio de su derecho a presentar propuestas de acuerdo que tratamos a continuación y es la postura adoptada por la CNMV (y reflejada en la recomendación 10 del Código de Buen Gobierno). Además, el coste de publicar esta información será despreciable considerando que las sociedades cotizadas difunden las propuestas de acuerdo e informes relativos a la junta general a través de su página web corporativa y, en su caso, mediante el envío de una versión electrónica de los mismos a la CNMV para su publicación como hecho relevante.

### 2.3. Derecho a presentar propuestas fundamentadas de acuerdo

El artículo 519.3 de la LSC también permite a los titulares de, al menos, el tres por ciento del capital de una sociedad cotizada presentar propuestas fundamentadas de acuerdo sobre asuntos incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la junta general. Su regulación es muy similar a la del derecho a completar el orden del día. La diferencia principal es que este derecho no está restringido en función de la clase de la junta de que se trate, pudiendo ejercitarse también con ocasión de una junta general extraordinaria. Por su parte, la normativa de opas no introduce ninguna regla especial al respecto, de manera que este derecho podrá ejercerse respecto de cualquier junta que haya sido convocada para obtener la autorización o confirmación de la junta general acerca de una determinada actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa.

En este caso, el precepto indica expresamente que los accionistas deberán enviar el texto de la propuesta de acuerdo que deseen someter a la consideración de la junta general y que, además, ésta deberá estar “*fundamentada*”<sup>26</sup>. Asimismo, se menciona la obligación de los administradores de publicar el texto íntegro de la misma, que debería hacerse inmediatamente de acuerdo con lo previsto en el artículo 518.d) de la LSC (en puridad, “*a medida que se reciban [las propuestas de los accionistas]*”). Ello concedería a los restantes accionistas al menos veinticuatro días —o, en caso de juntas extraordinarias convocadas con quince días de antelación, al menos nueve días— para valorar la conveniencia de estas propuestas.

En cuanto a la facultad del órgano de administración de fiscalizar las propuestas de acuerdo presentadas por los accionistas y denegar su inclusión en el orden del día con base en el interés de la sociedad, nos remitimos a nuestras consideraciones realizadas en los dos apartados anteriores sobre la necesaria gravedad de la propuesta para su posible omisión por parte del órgano de administración<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> De nuevo consideramos que una justificación breve y clara será suficiente a este efecto, como MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 552.

<sup>27</sup> En la misma línea, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 565-566. Específicamente en contra en lo que se refiere a este derecho del socio,

## IV. GESTIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ADMINISTRADORES

### 1. Posibles conflictos de interés: necesaria apreciación *ad hoc*

En los capítulos anteriores hemos expuesto la presunción de conflicto de interés de los administradores de la sociedad afectada, con independencia de su categoría o circunstancias personales o profesionales *vis-à-vis* de la opa, y hemos expresado nuestra oposición a dicha presunción. Al contrario, creemos que los conflictos deben apreciarse caso a caso, puesto que los intereses particulares potencialmente contrarios al social no pueden ser propios del órgano de administración, sino que serán de cada administrador en función de sus circunstancias personales y profesionales<sup>28</sup>. También hemos puesto de manifiesto la necesidad de identificar situaciones de conflictos de interés en las que podrían incurrir los administradores de la sociedad objetivo durante la preparación de una posible opa, pues la existencia de tales situaciones desencadena una serie de deberes (deber de información al consejo y deber de abstención esencialmente) que afectan a su régimen de intervención en dicha fase de la operación. Procede ahora realizar este mismo ejercicio, considerando la ya publicidad de la opa, para determinar el régimen aplicable a la intervención de los administradores en la gestión de actuaciones objeto del deber de pasividad que estudiamos en este capítulo.

#### 1.1. Posibles conflictos de interés imputables a los consejeros dominicales

En el capítulo anterior hemos establecido la necesidad de analizar la específica situación de los consejeros dominicales pues su vinculación con los accionistas de la sociedad afectada a los que representan, ya sean éstos destinatarios de la opa u oferentes, les sitúa en una potencial situación de conflicto de interés<sup>29</sup>. Siguiendo la premisa de valorar individualmente la situación de cada consejero, en esta fase de ejecución de la opa distinguimos los siguientes supuestos: (i) el del consejero dominical designado a propuesta del oferente de la opa; (ii) el del consejero dominical designado a propuesta de un accionista destinatario de la opa que la ha promovido o “bendecido” previamente mediante algún tipo de acuerdo con el oferente, cualquiera que sea su forma o expresión; (iii) el del consejero dominical designado a propuesta de un accionista destinatario de la opa que se ha manifestado en contra de la opa; y (iv) el del consejero dominical representante de un accionista al que la opa sorprende y no tiene ningún interés específico más allá de poder valorar las bondades del negocio propuesto y aceptarlo o rechazarlo libremente. En tales situaciones, ¿están los consejeros dominicales conflictuados?

---

BOQUERA MATARREDONA, J., “El derecho de los accionistas a presentar propuestas de acuerdo a la junta general de las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, pp. 182, 192-193.

<sup>28</sup> *Vid supra* “Neutralización de conflictos de interés”.

<sup>29</sup> Acerca de la imputabilidad de los conflictos de interés del socio a los administradores por él designados, *vid supra* “Neutralización de conflictos de interés”.

El análisis es sencillo respecto del consejero número (iv), puesto que el socio representado por él no tiene en principio ningún interés particular que pueda colisionar con el de los demás destinatarios de la opa. Respecto a los consejeros (ii) y (iii), la respuesta dependerá de los motivos que guíen a los respectivos accionistas en su posicionamiento acerca de la opa. Así, si un accionista apoya o se opone a la opa por motivos directamente relacionados con la sociedad afectada que cualquier otro destinatario de la opa pueda hacer suyos (*e.g.*, la superioridad o inferioridad, respectivamente, de la contraprestación de la opa en comparación con el valor intrínseco de la sociedad afectada), sus intereses serán coincidentes con los de los restantes accionistas. De hecho, en el caso del consejero dominical (iii), si el consejero hace suyos los motivos del socio, el deber de lealtad lo llamará a actuar proactivamente en contra de la opa, dentro de los límites del deber de pasividad. En cambio, si el accionista apoya o se opone la opa por intereses personales contrarios a los de la sociedad afectada o de cualquier otro destinatario de la opa (*e.g.*, el impacto de la opa en el sector en el que opera alguna otra sociedad participada por el accionista), se producirá un conflicto entre el interés del socio y el de los restantes accionistas que será imputable al consejero (ii) o (iii). Advertimos que, a nuestro juicio, no basta con la mera existencia de un interés extrasocial, sino que se exige que la satisfacción simultánea de éste y del interés social sea incompatible. En efecto, debe existir una auténtica confrontación (como de hecho señala el término “conflicto de interés”), y no una mera acumulación de intereses distintos pero compatibles entre sí<sup>30</sup>. En cuanto al consejero número (i), el representante del oferente, la contraposición de éste frente los restantes accionistas en el negocio ofertado puede invocarse como motivo suficiente para argumentar la existencia de un

---

<sup>30</sup> En la misma línea, ALBIÑANA CILVETI, C., PLASENCIA SÁNCHEZ, F., “OPAS por control indirecto: limitaciones a la actuación del oferente. Conflicto de intereses para la aprobación del informe del Consejo” en AA.VV., 2009. *Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2008 de los grandes despachos*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 6613/2011) el 1 de febrero de 2018]; y BOLDÓ RODA, C., “Deber de evitar situaciones de conflicto de interés y personas vinculadas a los administradores: artículos 229 y 231” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 245, que establece como elementos fundamentales de la noción de conflicto de intereses “a) la confrontación de los intereses particulares del administrador y los sociales [...] y b) el riesgo de lesión de estos últimos”. Es interesante la reflexión de MEGÍAS LÓPEZ, J., “Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría”, *Anuario Jurídico y Económico Escurialense* XLVII, 2014, p. 26, disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4639613> [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018], respecto a los distintos intereses accionariales y su interrelación con el interés social: “Lo que está claro es que los socios participan en la sociedad para satisfacer un interés privado, propio de cada uno. El problema en el caso concreto será determinar si, en el ejercicio de sus derechos en la sociedad, el socio promueve un interés propio perteneciente a la causa del contrato o bien un interés propio ajeno a ésta; pues en el primer caso su interés privado pertenece al interés social y está amparado por éste, mientras que en el segundo vulnera el deber de fidelidad y precisa un remedio adecuado por parte del Derecho. En otras palabras, atendiendo a las circunstancias del caso concreto, el interés social ampara conductas egoístas del socio que sean razonables para la maximización del valor económico de la empresa, pues con un fin privado participa en la sociedad; el deber de fidelidad del socio al interés social debe ser compatible «con una razonable consideración de sus intereses como propietario privado». Más allá de esa razonabilidad de la conducta, el interés particular abandona el interés social y forma parte de un “interés extrasocial” incompatible con la causa común del contrato.”

potencial conflicto de interés en lo que a la opa se refiere, si bien los intereses podrán ser coincidentes respecto de la evolución de la propia sociedad (pues el socio oferente es tan accionista de la sociedad como los demás y, como tal, compartirá el interés de extraer el máximo valor de su inversión en ella<sup>31</sup>).

### **1.2. Posibles conflictos de interés propios de los consejeros**

La existencia de conflictos entre los intereses propios de los consejeros y los intereses cuya tutela tienen encomendada también debe apreciarse caso por caso atendiendo a la situación propia de cada consejero y más allá de las presunciones generalizadas de existencia de conflicto de todo consejero ante cualquier opa sobre la sociedad que gestiona. Nos remitimos a la descripción de potenciales conflictos de interés elaborada en el capítulo anterior, reiterando que deberá producirse una efectiva colisión, y no una mera yuxtaposición, entre los intereses particulares de los consejeros y el interés social que obligue al consejero conflictuado a poner uno de ellos al servicio del otro<sup>32</sup>.

## **2. Deber de comunicar la existencia de conflictos de interés**

A efectos de exhaustividad, pero sin ánimo de repetir las reflexiones elaboradas en el capítulo anterior, recordamos que cada administrador que incurra en una situación de conflicto de interés real o potencial con la opa deberá informar al órgano de administración tan pronto como conozca del mismo de conformidad con lo previsto en el artículo 229.3 de la LSC. Asumiendo que se trate de una opa no negociada previamente con intervención de la sociedad afectada, la obligación de información se desencadenará tan pronto como se publique el anuncio previo de la opa, salvo que el conflicto surja de manera sobrevenida. De haberse tenido conocimiento de la oferta con anterioridad a su anuncio al público, dicha obligación podrá haber surgido en la fase preparatoria del negocio, tal y como hemos expuesto anteriormente<sup>33</sup>.

## **3. Deber de abstención excepto en el suministro de información a los accionistas**

En ausencia de conflicto de interés, no se impone un deber de abstención al administrador afectado puesto que no existe un conflicto de interés que lo justifique. Por el contrario, apreciada la existencia de conflicto de interés, ¿debe el consejero abstenerse de intervenir en la preparación de actuaciones objeto del deber de pasividad? Nos planteamos la aplicabilidad o no del artículo 228.c) de la LSC porque se trata de acuerdos que, en última instancia, competen

---

<sup>31</sup> ALBIÑANA CILVETI, C., PLASENCIA SÁNCHEZ, F., “OPAS por control indirecto...”, *op. cit.*, afirman la coincidencia del interés del oferente con el interés social respecto de Imperial Tobacco en la opa que formuló sobre Logista como consecuencia de una toma de control sobrevenida.

<sup>32</sup> *Vid supra* “Posibles conflictos de interés propios de los consejeros”.

<sup>33</sup> *Vid supra* “Deber de comunicar la existencia de conflictos de interés” para nuestras reflexiones sobre el referido deber en caso de conocimiento anticipado del próximo lanzamiento de una opa.



a la junta general de accionistas y no al órgano de administración. Una cosa es clara: el consejero no podrá valerse de sus prerrogativas para intentar frustrar o alentar el éxito de la opa y así satisfacer los intereses particulares del accionista al que representa al margen de los intereses del conjunto de accionistas de la sociedad afectada<sup>34</sup>.

Como consideración previa, advertimos que el deber de abstención es una norma restrictiva de los derechos de los administradores y transformadora del régimen jurídico ordinario, por lo que creemos que su interpretación también ha de ser restrictiva y cautelosa. Dicho esto, nos inclinamos por no permitir su intervención por los motivos siguientes. En primer lugar, si la prohibición de abuso de facultades y el deber de independencia se consideraran suficientes con carácter general, no se impondría a renglón seguido un deber de abstención en casos de conflicto de interés<sup>35</sup>. Además, aunque somos partidarios de presumir la intención del administrador de observar todos sus deberes (presunción de inocencia aún en el ámbito civil-mercantil), no nos parece prudente obviar la posibilidad de que un conflicto de interés influya negativamente, aun cuando sea de manera inconsciente, en la tutela de uno de los intereses encomendados al conflictuado. Podría objetarse que la adopción del acuerdo en cuestión compete a la junta general de accionistas de la sociedad afectada y que no se debate si los consejeros conflictuados pueden participar en la aprobación de un acuerdo social, sino en

---

<sup>34</sup> El artículo 228.b) de la LSC impone un deber de independencia de los administradores respecto de instrucciones recibidas o vinculaciones con terceros. Al aceptar su cargo, el administrador asume un deber de lealtad frente a la sociedad. Así, el deber del consejero dominical de tutelar los intereses del socio se dobla ante el deber de promover el interés de la sociedad, entendido como el interés común de todos los accionistas, lo que obligará al administrador a anteponer sus propios juicios, elaborados desde la óptica del interés social, a cualquier instrucción recibida del accionista representado. Dice SÁEZ LACAVE, M.I., “Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios”, *op. cit.*, que “*los consejeros nombrados por la minoría son auténticos representantes de sus intereses, son auténticos consejeros de los socios agrupados [...]. Lo cual no quiere decir que sean administradores «particulares» de la minoría designante. Lo mismo que los administradores elegidos por los socios mayoritarios de control tampoco son administradores «particulares» de éstos, aunque se los denomine como dominicales. [...] [N]o podemos perder la perspectiva de que la sociedad no tiene voluntad, ni intereses propios, ni, por supuesto, puede actuar o decidir por sí sola. Al hablar de interés social nos referimos al interés conjunto de todos los socios —quienes, a su vez, no conviene olvidarlo, tienen intereses privados que pueden no coincidir con el interés conjunto—, y sus decisiones las acaban tomando las personas que tienen adjudicados los derechos de control. Detrás de la sociedad siempre están sus socios y, por ende, sus conflictos. Por eso importa —y mucho— qué grupo de socios tienen atribuido legalmente el poder de nombrar a los administradores. Cuestión distinta es que los consejeros —sea cual sea su naturaleza— estén sujetos al mismo estatuto jurídico y, en particular, a los deberes fiduciarios de lealtad y diligencia. En este sentido, son tan administradores de la sociedad —como persona jurídica— los unos como los otros. Y tan obligados a servir el interés común de los socios, el interés de la sociedad, lo están los unos como los otros*” (el subrayado es nuestro). Sobre la invalidez o carácter no vinculante de las instrucciones privadas de los accionistas a los administradores, *vid* PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, *op. cit.*, pp. 697-717.

<sup>35</sup> MEGÍAS LÓPEZ, J., “El deber de independencia en el consejo de administración...”, *op. cit.*, habla de la desconfianza del legislador en la independencia de, entre otros, los consejeros dominicales y afirma que el “*deber de abstención es una manifestación del estándar de conducta exigible al consejero para el cumplimiento correcto de su deber de independencia cuando este afronte la adopción de decisiones conflictivas*”.

su mera preparación<sup>36</sup>. No obstante, la existencia de intereses particulares en relación con la opa en pendencia indudablemente impactará en el posicionamiento del consejero conflictuado a favor o en contra de la opa y éste, a su vez, se reflejará en su intervención a favor o en contra de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa que se contemplen. “Dar cancha” a un consejero partidario de la opa en la preparación de una determinada actuación con tal capacidad, aparte de ser incongruente, podría resultar en el fracaso de la referida actuación sin siquiera haber sido analizada por la mayoría del consejo, no ya sometida a la consideración de la junta general. Dársela a un consejero contrario a la opa (siempre que esté conflictuado, pues de lo contrario su intervención en la preparación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa no será contraria al deber de lealtad, sino una exigencia derivada del mismo) orillaría con los límites impuestos por el deber de pasividad y facilitaría su incumplimiento (incluso inconsciente), lo que no favorecería ni a los accionistas ni al propio consejero incumplidor<sup>37</sup>. En esencia, no existe garantía de que los administradores conflictuados puedan cumplir rigurosamente las obligaciones derivadas de su deber de lealtad, sin perjuicio de la buena fe que puedan tener y que no necesariamente ha de ponerse en tela de juicio.

En lo que se refiere a la intervención de los consejeros conflictuados en la votación que deba producirse en el seno del órgano de administración acerca del sometimiento a la aprobación de los accionistas de la actuación capaz de impedir el éxito de una opa y, consiguientemente, de la convocatoria de una junta general, el deber de abstención podría justificarse por diversos: (a) evitar que los administradores conflictuados contrarios a la opa logren que no se eleve una propuesta de actuación en ese sentido a la junta general para ejecutarla directamente alegando la ausencia de capacidad de impedir el éxito de una opa y, por ende, de competencia del órgano soberano, (b) evitar que los partidarios de la opa logren que no se eleve tal propuesta y aborten su ejecución sin siquiera someterla a la consideración de la junta o (c) evitar que se someta a la junta general un acuerdo que no se ha construido sobre el interés social, sino sobre intereses particulares de determinados administradores conflictuados contrarios a la opa. Respecto del primer caso, parece difícil establecer un nexo causal entre la existencia de un conflicto de interés del consejero y el error en la determinación del órgano competente para aprobar un determinado acuerdo social; más plausible sería la “equivocación”

---

<sup>36</sup> En la misma línea, respecto de una fusión entre una sociedad y su participada, KOLB, A., “Implicaciones jurídicas derivadas del deber de lealtad sobre la actuación de los miembros del Consejo de Administración en un supuesto de fusión de una sociedad con su accionista mayoritario” en AA.VV., 2010. *Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 13854/2001) el 10 de enero de 2018].

<sup>37</sup> Como hemos indicado ya, la protección del deber de abstención opera en un doble sentido pues libera al conflictuado de la responsabilidad de decidir cuando su capacidad de juicio no es manifiestamente óptima. En sentido similar a nuestra conclusión, LEECH, N., MUNDHEIM, R., “The Outside Director of the Publicly Held Corporation”, *op. cit.*, p. 1820, invocan las bondades de establecer un comité de consejeros externos que evalúe continuamente la conveniencia de resistirse frente a una opa no solicitada.

consciente, que nos llevaría a los terrenos de la mala fe del administrador “errante”<sup>38</sup>. Tomar como punto de partida una posible actuación de mala fe de un consejero o, *in extremis*, de la mayoría de ellos<sup>39</sup>, nos parece incongruente con la figura del administrador y en cierto modo disparatado si se considera que el régimen de responsabilidad de los administradores se ha reforzado intensamente en los últimos años y que, en el caso de los dominicales, la actuación ilegal vendría motivada por la defensa de un interés ajeno. En cambio, en el segundo y tercer supuestos, el voto del consejero conflictuado podría ser determinante para el resultado. Imaginemos, por ejemplo, un consejo de ocho miembros, de los cuales cinco son independientes, uno es ejecutivo y dos son dominicales designados en representación de un accionista que ha alcanzado un acuerdo con el oferente y, por tanto, es partidario de la opa. Si solo cuatro independientes apoyan la actuación capaz de impedir el éxito de una opa y el presidente no tiene voto dirimente, ésta no prosperará salvo que se abstengan los consejeros dominicales conflictuados y la mayoría deba calcularse sobre seis miembros en lugar de ocho. Lo mismo sucedería en el supuesto contrario en el que los dominicales y el accionista representado se opusieran a la opa; el voto de los primeros podría determinar la elevación a la junta de una actuación encaminada a satisfacer sus intereses particulares (el fracaso de la opa) mientras que la mayoría de los independientes podrían estar a favor de la opa. En estos dos casos, sí parecería razonable imponer un deber de abstención en la decisión relativa al sometimiento de la actuación a la junta general. Y como quiera que el objetivo de las normas no es ni puede ser entrar en vericuetos casuísticos, el principio de prudencia nos lleva a apoyar la doctrina defensora del deber de abstención en lo que a esta decisión se refiere<sup>40</sup>.

Podemos establecer una relación de analogía entre la conclusión alcanzada en el párrafo anterior y la doctrina de la “mayoría de la minoría” (*majority-of-the-minority defense*), que

---

<sup>38</sup> ALONSO UREBA, A., “La posición del consejo en los supuestos de intervención de la junta en asuntos de gestión o administración extraordinaria” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros...*, op. cit., p. 98, afirma que la apreciación de la esencialidad de un activo afectado por alguna potencial operación y, por tanto, la apreciación de la competencia de la junta general ex artículo 160.f) de la LSC no es una decisión sujeta al principio de discrecionalidad empresarial por cuanto no se trata de una decisión estratégica y de negocio, como establece el artículo 226 de la LSC, sino de la valoración sobre la concurrencia de un requisito legal. En la misma línea podría argumentarse que la apreciación de la capacidad de una actuación de impedir el éxito de una opa no viene amparada por este principio.

<sup>39</sup> La elevación de una cuestión a la junta general ha de ser aprobada por mayoría absoluta de los concurrentes a la pertinente reunión del órgano de administración ex artículo 248 de la LSC, salvo disposición distinta en los estatutos de la sociedad afectada; por lo tanto, para no prosperar tal acuerdo habrían de estar en contra más de la mitad de los consejeros de la sociedad afectada.

<sup>40</sup> En el mismo sentido, el profesor Bainbridge afirma que las decisiones societarias que sean competencia del consejo de administración de una sociedad deben ser aprobadas por la mayoría de los consejeros no conflictuados. A modo de sumarisimo resumen, *vid* la entrada de su blog “Strine’s Take on the Majority of the Minority: A Comment on In re PNB Holding Co.”, *ProfessorBainbridge.com Stephen Bainbridge’s Journal of Law, Religion, Politics, and Culture*, 2006, disponible en <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2006/12/strines-take-on-the-majority-of-the-minority-a-comment-on-in-re-pnb-holding-co.html> [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].

presume la inexistencia de conductas abusivas en la adopción de una determinada decisión social cuando la minoría potencialmente oprimida aprueba —refrenda— la decisión por mayoría interna, excluyendo del cómputo a la mayoría potencialmente opresora. En este sentido, los Tribunales de Delaware han dictaminado que la aprobación de un determinado acuerdo societario propuesto o previamente adoptado por el consejo de administración por la mayoría de un grupo desinteresado permite invocar el principio de protección de la discrecionalidad empresarial y excluir toda responsabilidad de los promotores del acuerdo<sup>41</sup>. En la misma línea también, las reglas elaboradas por los mercados regulados suecos (NASDAQ OMX Stockholm AB y Nordic Growth Market NGM AB) en desarrollo de la Ley 2006:451 sobre opas establecen expresamente que los consejeros de la sociedad afectada por una opa que puedan tener un interés en conflicto con los intereses de los accionistas no pueden participar en las discusiones sobre asuntos relativos a la opa (regla II.18). Por su parte, en Francia, el Reglamento General de la AMF obliga a la sociedad afectada a contratar un experto independiente cuando la opa pueda generar conflictos de interés de los miembros de los órganos de administración o vigilancia de la sociedad afectada que puedan mermar la opinión de éstos sobre la opa (artículo 261).

Sin perjuicio de lo anterior, los administradores conflictuados sí deberán intervenir en la elaboración de la documentación a poner a disposición de los accionistas y, en particular, en la propia propuesta de acuerdo, así como en el informe justificativo que ha de acompañarla (artículo 28.4.b) del RD de Opas). En contra podría objetarse que el deber de abstención de la persona conflictuada se extiende también a la deliberación del acuerdo (artículo 228.c) de la LSC). Esta regla, que nos parece acertada, no es de aplicación en este caso puesto que las deliberaciones del órgano de administración no han de compartirse con la junta general ni coartarán su libertad de decisión sobre las propuestas de acuerdo a ella elevadas. Naturalmente, en la propia propuesta, así como en el informe justificativo, traslucirá la opinión del consejo respecto de la opa. No obstante, la exposición del parecer de los administradores respecto de la oferta es de obligado cumplimiento conforme a la normativa de opas. Además, se impone al órgano de administración un deber extraordinario de transparencia en la elaboración de este tipo de actuaciones, exigiéndose que cada administrador manifieste individualmente su posición al respecto (lo que será relevante únicamente en el caso de los administradores “disidentes”). Este requisito de información adicional permite proporcionar a los accionistas información suficiente para la toma de su decisión sin que posibles sesgos o matices se pierdan en la manifestación de una decisión adoptada por mayoría, pero no unanimidad, del órgano colegiado. Para alcanzar este objetivo, debería incluirse en el informe en cuestión una descripción de los conflictos de interés en que pudieran encontrarse los administradores de la

---

<sup>41</sup> Entre otros, *PNB Holding Co. Shareholders Litigation* 2006 WL 2403999 (Del. Ch.). En contra de esta doctrina, BROWN, J.R., “Speaking with Complete Candor: Shareholder Ratification and the Elimination of the Duty of Loyalty”, *Hastings Law Journal* 54, 2002-2003, pp. 641 y ss.

sociedad afectada —como de hecho se exige en el informe sobre la opa que el órgano de administración de la sociedad afectada debe emitir en los primeros diez días del plazo de aceptación de la opa (artículo 24 del RD de Opas)<sup>42</sup>—. Ello permitiría a los accionistas contextualizar el sentido del voto de cada administrador, discernir eventuales opiniones parciales o interesadas y, en definitiva, valorar correctamente la conveniencia de la propuesta elevada a la junta general de accionistas. Por último, la presencia de consejeros independientes servirá de contrapeso para garantizar que este informe sea objetivo, claro y reúna toda la información relevante para que los accionistas puedan adoptar una decisión con pleno conocimiento de causa<sup>43</sup>.

## V. ESTUDIO Y NEGOCIACIÓN DE ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD

### 1. Valoración de la idoneidad de una actuación objeto del deber de pasividad

#### 1.1. Cuestión previa: medidas defensivas vs. actuaciones con sentido propio

Al inicio del capítulo hemos distinguido dos clases de actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa: las medidas defensivas y las actuaciones con sentido propio. Las primeras son aquellas cuya adopción se propone tras el anuncio previo de una opa con la finalidad expresa de hacerla fracasar. Las segundas son aquellas actuaciones que persiguen objetivos propios y específicos al margen de la opa en pendencia, pero que reúnen la trascendencia jurídica o económica necesaria para poder impedir la opa involuntariamente<sup>44</sup>. El análisis de la idoneidad de unas y otras será naturalmente diferente, pues en las primeras deberá probarse el potencial perjuicio de la opa en pendencia para sus destinatarios y la conveniencia de frustrarla, mientras que en las segundas deberá demostrarse el mayor valor de su consecución en comparación con

---

<sup>42</sup> Vid *infra* “Existencia y naturaleza de los conflictos de interés relativos a la opa”.

<sup>43</sup> Sobre la función de control de los consejeros independientes en relación con la elaboración por parte del órgano de administración de los documentos informativos relacionados a una propuesta de fusión, DE DIOS MARTÍNEZ, L., APILÁNEZ PÉREZ DE ONRAITA, E., “Las comisiones de fusión”, *op. cit.*; MEGÍAS LÓPEZ, J., “Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes...”, *op. cit.*, que señala que “*es deber del consejero independiente procurar primero la veracidad del informe [de administradores sobre la fusión], y en segundo lugar su imparcialidad y claridad*” (pp. 10-11). Ya en 1976 LEECH, N., MUNDHEIM, R., “The Outside Director of the Publicly Held Corporation”, *op. cit.*, pp. 1799 y ss., pugnaron por atribuir una función de monitorización a los consejeros externos de las sociedades cotizadas en beneficio tanto de los accionistas como de los propios administradores o directivos. En general sobre el estatuto del consejero independiente, vid RODRÍGUEZ RUIZ DE LA VILLA, D., *Los consejeros independientes en las sociedades de capital españolas*, *op. cit.* Sobre el informe, vid *infra* “Obligación de elaborar un informe justificativo de la actuación propuesta”.

<sup>44</sup> Sobre las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa, vid *supra* “Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa”.

el posible valor que generaría el cierre exitoso de la opa. Un denominador común: el interés social.

### 1.2. Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa

El escenario de partida para que el órgano de administración de la sociedad afectada por una opa anunciada al mercado plantee la adopción de una medida defensiva es la valoración negativa de la opa en cuestión. Por su parte, la conveniencia de una actuación con sentido propio se determinará por comparación entre el valor que ésta puede generar, aun cuando conlleve el fracaso de la opa, frente al valor que se crearía en caso de éxito de la opa. El primer paso del órgano de administración consistirá por tanto en posicionarse respecto de la oferta presentada o, cuando menos, valorar su potencial impacto en las distintas áreas de la sociedad afectada.

La valoración de la idoneidad de la oferta corresponde en última instancia a los titulares de los valores a los que ésta se dirige, en cuanto que destinatarios de la misma. No obstante, la Directiva de Opas exige también que el órgano de administración de la sociedad afectada se pronuncie públicamente sobre la opa, exponiendo los motivos de su opinión, así como su parecer sobre las repercusiones de la oferta en todos los ámbitos de interés para la sociedad afectada (considerando 17 y artículo 9.5). El objetivo es esencialmente informativo: mediante esta norma el legislador pretende garantizar que los destinatarios de la opa decidan sobre la misma “*con pleno conocimiento de causa*”, como aclama el principio general recogido en el artículo 3.1.b) de la Directiva. La opinión del consejo se reclama como contrapeso de la información vertida por el oferente en el folleto explicativo de la opa que está obligado a elaborar y como método de asesoramiento cualificado a los destinatarios de la opa<sup>45</sup>. En definitiva, la valoración de una opa en pendencia por parte del órgano de administración de la sociedad afectada viene impuesta legalmente. La diferencia en el caso que nos ocupa es meramente temporal, pues los administradores habrán de posicionarse sobre la opa con anterioridad a la proposición de la actuación capaz de impedir el éxito de una opa, lo que podrá tener lugar antes de la publicación del preceptivo informe del consejo.

El análisis de las bondades de la opa en curso debe realizarse desde la óptica del interés social. Nada nuevo bajo el sol. El órgano gestor debe determinar si, en su opinión, la materialización de la opa generará mayor valor para sus destinatarios que el horizonte proyectado hasta ese momento por la propia sociedad. ¿Cómo comparar la creación de valor en los distintos escenarios? Desde la perspectiva financiera, deberían compararse tres elementos: (i) el valor que subyace a la contraprestación ofrecida en la opa, (ii) el valor que se atribuye a las acciones de la sociedad afectada en atención a la estrategia empresarial de sus administradores y (iii) el valor que se les atribuye en atención a la estrategia empresarial del

---

<sup>45</sup> Sobre el significado del informe de administradores, *vid infra* “Función del informe sobre la opa” y “Significado jurídico-societario de la obligación de publicar el informe”.

oferente. En teoría, el primer y último elementos deberían coincidir, pues se entiende que el oferente realiza una suerte de adelanto a los accionistas vendedores del valor que espera percibir en el futuro en caso de adquirir el control de la sociedad afectada. De no coincidir, la decisión de aceptación o rechazo de la opa sería sencilla. Respecto al segundo valor, si éste fuera superior al precio de la opa, carecería de sentido financiero aceptar la opa; si fuera inferior, sí lo tendría, aunque podrían entrar en juego otras variables no financieras que alteraran la decisión presuntamente “racional”. Estas otras variables al margen del puro retorno financiero del negocio ofertado también deberán ser consideradas por los administradores a la hora de valorar las bondades de la opa. Así, deberán examinar el impacto de los planes del oferente en todos los ámbitos de la sociedad afectada, incluyendo sus actividades futuras, el empleo, los activos y pasivos de la sociedad y las iniciativas en materia bursátil; las sinergias que puedan generarse en caso de éxito de la opa; las condiciones que en su caso impongan las autoridades competentes para aprobar la operación (*e.g.*, desde el punto de vista de Derecho de la competencia); o la estructura accionarial y de control de la sociedad afectada en caso de toma de control por el oferente<sup>46</sup>.

El ejercicio de valoración reviste indudable complejidad, pero la tarea de los administradores consiste precisamente en analizar las distintas alternativas empresariales y oportunidades de negocio que se presenten en cada momento y determinar su conveniencia para la sociedad. No se exige de los administradores que acierten en la decisión, pero sí que tomen todas las medidas necesarias para garantizar que sus decisiones se han adoptado en cumplimiento riguroso de sus deberes generales de lealtad y diligencia<sup>47</sup>.

En caso de discrepancia entre las conclusiones del análisis financiero y el análisis empresarial o estratégico —imaginemos una sociedad cuya acción, considera el consejo, está infravalorada y sobre la cual se formula una opa con prima; la opa será un negocio atractivo para quien desee monetizar su inversión en el corto plazo; sin embargo, el consejo podrá estimar que la contraprestación tiene margen de mejora, que no captura todo el potencial de crecimiento de la sociedad y que su estrategia de gestión es capaz de generar mayor valor en el medio o largo plazo que la planteada por el oferente—, el órgano gestor deberá compararlos y sopesar

---

<sup>46</sup> Buen ejemplo del análisis de las distintas repercusiones de una opa sobre la sociedad afectada es el informe elaborado por el consejo de administración de Endesa, S.A. sobre la opa formulada por Gas Natural SDG, S.A. en 2006 (disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={c678dd62-fcd3-4e9f-b215-9ad13481b105}> [fecha de consulta: 7 de febrero de 2018]). En sentido similar, LEECH, N., MUNDHEIM, R., “The Outside Director of the Publicly Held Corporation”, *op. cit.*, p. 1817, defienden que, en la valoración de una potencial fusión, los consejeros externos —el artículo trata exclusivamente sobre éstos— deben evaluar el impacto de la misma en la rentabilidad de la sociedad a largo plazo y, al efecto, pueden considerar el impacto en distintos “constituencies” (grupos de interés, entendemos) corporativos.

<sup>47</sup> PORTELLANO DÍEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, *op. cit.*, p. 17, abre su obra reconociendo que “*el deber de diligencia de los administradores es tan solo una obligación de medios, no de resultado*”. Sobre la aplicabilidad del principio de protección empresarial o *business judgement rule* recogido en el artículo 226 de la LSC a la decisión de proponer una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa, *vid infra* “Examen de la conveniencia de proponer medidas defensivas”.

si, en términos agregados, la materialización de la opa redunda en beneficio del conjunto de los accionistas. En atención a la doctrina de creación de valor sostenible y a la pretensión de desplazar la visión cortoplacista de los mercados por una implicación a largo plazo en las sociedades objeto de inversión<sup>48</sup>, las conclusiones del segundo examen deberían primar o, cuando menos, obtener una mayor ponderación en el referido análisis agregado. No obstante, no puede olvidarse la naturaleza de la opa: una compraventa de valores. El precio es indudablemente un elemento esencial de cualquier compraventa y, como tal, tendrá un peso singular en la ecuación. En este sentido, es habitual que la opinión de los órganos de administración de las sociedades afectadas por una opa se construya esencialmente en torno a la *fairness* o equidad de la contraprestación ofrecida en opinión de uno o varios asesores financieros independientes contratados al efecto<sup>49</sup>.

Lo anterior no refleja sino el deber de lealtad de los administradores; su deber de desempeñar su cargo con la lealtad de un fiel representante, de buena fe y en el mejor interés de la sociedad. Pero, además, la valoración de la idoneidad de la opa anunciada habrá de llevarse a cabo conforme a los estándares de diligencia a ellos exigibles, que obligan a los administradores a actuar de manera informada, en cumplimiento de todas las obligaciones impuestas legal, contractual o estatutariamente y con el cuidado, dedicación y atención necesarios para alcanzar el orden propio de un empresario. El contenido del deber de diligencia no se formula como el cumplimiento de una determinada conducta, sino como el desempeño del cargo de acuerdo con el modelo de conducta que lo define. El motivo de ello es la imposibilidad de determinar *ex ante* una conducta o serie de conductas específica que resulte válida para cualquier situación y en cualquier negocio<sup>50</sup>. Por el mismo motivo, a continuación, describimos un modelo de conducta abstracto que pueda orientar a cualquier administrador en la valoración de cualquier opa.

Respecto del deber de informarse y, en especial del volumen de información que se considera suficiente para darlo por cumplido, hemos establecido que los administradores deberán recabar aquella información que esté razonablemente a su alcance a la vista del coste y del tiempo disponible para obtenerla y que, a su juicio, sea relevante para la toma de la decisión<sup>51</sup>. Así, el órgano de administración habrá de atender, en primer lugar, a la información publicada por el oferente. Naturalmente, esta información será más completa una vez autorizada la oferta y publicado el folleto explicativo de la misma<sup>52</sup>. No obstante, el órgano de

---

<sup>48</sup> Al respecto, véase “Particularidades relativas a las sociedades cotizadas” y “La noción de interés social: de las teorías “contractualista” e “institucionalista” a la creación de valor sostenible” *supra*.

<sup>49</sup> *Vid infra* “Obtención de asesoramiento” y “Elementos que informan de la opinión de los administradores sobre la opa”.

<sup>50</sup> *Vid supra* “Deber de diligencia”.

<sup>51</sup> LLEBOT MAJO, J., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, op. cit., pp. 62 y ss.

<sup>52</sup> El contenido del folleto está regulado en el Anexo del RD de Opas e incluye información sobre las partes de la oferta, los valores a los que se dirige y la contraprestación y garantía de la misma, el procedimiento para su



administración podrá realizar este ejercicio, aunque quizá con menor profundidad, en un momento anterior a la autorización de la oferta sobre la base del anuncio previo de la opa y, eventualmente, de otras comunicaciones al mercado efectuadas por el oferente. El contenido del anuncio previo está tasado en la Circular 8/2008 de 10 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores<sup>53</sup>. El oferente deberá incluir en el anuncio, entre otras cuestiones, información acerca de la naturaleza de la oferta, su contraprestación, cualesquiera condiciones para su eficacia en caso de oferta voluntaria, la necesidad de obtener autorizaciones en materia de defensa de la competencia u otras, los acuerdos alcanzados en relación con la opa, las iniciativas bursátiles del oferente y cualquier otra información que, a su juicio, pueda resultar necesaria para una adecuada comprensión de la oferta anunciada. Este último inciso se utiliza con frecuencia para adelantar la finalidad perseguida por la opa o los planes estratégicos e intenciones relevantes en los distintos ámbitos de la sociedad afectada que posteriormente habrán de exponerse en el folleto explicativo de la opa<sup>54</sup>. En segundo lugar, el órgano de administración habrá de estar a la información privada de que disponga acerca de su propia estrategia empresarial y proyección de resultados respecto de la sociedad afectada —considerando, en su caso, la aprobación de la actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa que se esté contemplando—. Así, los administradores deberían recabar la información disponible sobre las líneas estratégicas de la sociedad, el plan de negocio, las proyecciones de resultados que eventualmente se hayan elaborado o las valoraciones o informes de análisis sobre la sociedad que hayan realizado terceros independientes. Los administradores habrán de asegurarse de la suficiencia de esta información para formarse una opinión acerca de la opa en vuelo y, en este sentido, consideramos que los consejeros externos deberían ser excepcionalmente cautelosos en su labor de información o investigación, pues naturalmente dispondrán de menor detalle acerca de la sociedad afectada que los consejeros ejecutivos que desempeñen funciones internas y, por tanto, tengan un conocimiento pormenorizado y permanentemente actualizado de la evolución de la sociedad.

---

aceptación y liquidación y la finalidad de la opa y planes estratégicos del oferente respecto de la sociedad afectada en caso de éxito de la oferta. Acerca del folleto explicativo, *vid* JIMÉNEZ-BLANCO, G., “Artículo 18. Contenido del folleto” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007*, *op. cit.*, pp. 407 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 334 y ss.; VALMAÑA OCHAÍTA, M., “El folleto de la OPA” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, *op. cit.*, pp. 347 y ss.

<sup>53</sup> La Directiva de Opas tan solo regula la obligación del oferente de hacer pública la decisión de formular una opa inmediatamente. Sin embargo, el legislador español optó por establecer el contenido de tal publicación, habilitando a la CNMV al efecto (artículo 16.5 del RD de Opas).

<sup>54</sup> Así, por ejemplo, en recientes anuncios previos de opa se ha incluido información sobre reestructuraciones societarias previstas, planes relativos al uso o disposición de los activos de la sociedad afectada, política de dividendos proyectada, planes de incentivos pretendidos o las intenciones respecto de filiales de la sociedad afectada. Todos los anuncios previos de opas sobre sociedades cotizadas en el Mercado Continuo están disponibles en los registros oficiales de la CNMV y pueden consultarse a través de su página web ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), en la sección de Hechos Relevantes.

La comparación de estos datos con la información facilitada por el oferente permitirá a los administradores juzgar la idoneidad de la oferta para los intereses de sus destinatarios.

Como hemos indicado, el deber de informarse no agota el contenido del deber de diligencia, pues no agota los deberes exigibles al “*ordenado empresario*” como son los de profesionalidad, legalidad y prudencia. Nos remitimos al análisis de los mismos, y de la intensificación de su regulación en el ámbito de las sociedades cotizadas en los últimos años, tanto en normas imperativas como en *soft law*, realizado en el segundo capítulo del trabajo<sup>55</sup>.

En otro orden de ideas, la tarea de posicionarse respecto a la opa propuesta corresponde a todos los miembros del órgano de administración, con independencia de sus particulares circunstancias y su potencial incurrimento en un conflicto de interés. El motivo es sencillo: la norma impone a todos los administradores el deber de expresar manera individualizada su parecer sobre la opa, al margen de la posición común que resulte de la suma de todas las voluntades individuales. En sentido estricto, este deber surge en el momento de elaborar el informe del artículo 24 del RD de Opas. No obstante, en la medida que se obliga también a todos los administradores a pronunciarse a favor o en contra de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa que se propongan (artículo 28.4.b) de la misma norma), todos los administradores deberán realizar este ejercicio con carácter previo a la propuesta de una actuación tal.

Cerramos este apartado recordando que, en caso de que se trate de una opa negociada previamente por las partes con intervención efectiva de los administradores de la sociedad afectada, la valoración que éstos efectúen sobre la opa en esta fase de la operación deberá ser congruente con su valoración previa de la misma y, por tanto, con sus actuaciones anteriores a la formulación de la opa, todo ello con arreglo a sus deberes de diligencia, lealtad y buena fe. Así pues, el ejercicio de posicionamiento sobre la opa habrá de ser profundo, sólido, determinante y, sobre todo, anterior a cualquier actuación que desvele o requiera de tal posicionamiento por parte de los administradores de la sociedad afectada. Solo así se podrá garantizar que todas sus actuaciones hayan sido debidamente sopesadas y, por tanto, vayan a ser coherentes entre sí a lo largo de un proceso prolongado en el tiempo como es una opa<sup>56</sup>.

### **1.3. Examen de la conveniencia de proponer medidas defensivas**

Una vez analizada la idoneidad de la opa, de haberse posicionado la mayoría del consejo en contra de su prosperidad, éste podrá plantearse la conveniencia de proponer una estructura defensiva a los accionistas de la sociedad. De nuevo, los administradores deberán atenerse a los mismos parámetros de diligencia y lealtad para determinar la conveniencia de destinar recursos

---

<sup>55</sup> *Vid supra* “Deber de diligencia”.

<sup>56</sup> *Vid supra* “Deber de coherencia durante el transcurso de la opa”.

sociales a armar una estrategia defensiva en lugar de ceñirse a emitir una opinión desfavorable o una recomendación de rechazar la opa en el preceptivo informe del órgano de administración.

A tal efecto, los administradores habrán de considerar la diferencia de valor que estimen que existe entre un escenario y otro. En otras palabras, deberán medir la peligrosidad del éxito de la opa. En sentido similar, la jurisprudencia norteamericana ampara las medidas anti-opas en la *business judgement rule* solo cuando los administradores prueban que su ejecución estaba basada en la consideración de la opa como una amenaza real para la sociedad y que la medida adoptada era proporcional a la amenaza vislumbrada<sup>57</sup>. A nuestro juicio, el principio de discrecionalidad empresarial, tal y como se ha recogido en el ordenamiento español, difícilmente ampararía, en la práctica, las decisiones adoptadas en el marco de una opa, pues este principio exige ausencia de intereses particulares y se argumenta que el deber de pasividad presupone precisamente la existencia de un conflicto de interés posicional de todos los administradores de la sociedad afectada<sup>58</sup>. No obstante, el criterio norteamericano de proporcionalidad nos parece razonable y válido para basar las decisiones del órgano de administración sobre la conveniencia de proponer medidas defensivas. Este criterio deberá complementarse con un análisis de la disponibilidad de recursos sociales en ese momento concreto y de los costes de proponer y, en su caso, ejecutar las medidas en cuestión (cuando menos, deberá prepararse y celebrarse una junta general extraordinaria, cuyos costes no son despreciables).

Huelga decir que también la selección de la o las medidas defensivas a elevar a la junta general, en su caso, deberá efectuarse desde el ángulo del interés social (es evidente que un aumento de capital acelerado con exclusión del derecho de suscripción preferente podrá inducir al desistimiento del oferente, pero diluirá la participación de los accionistas destinatarios de la opa; que la enajenación de un activo esencial sobre el que el oferente haya manifestado su interés podrá destruir la base del negocio proyectado, pero también la actividad y resultados de la sociedad afectada; o que la emisión de deuda convertible podrá imposibilitar la continuidad de la opa, pero también desequilibrar la situación patrimonial de la sociedad afectada). En definitiva, el escenario a comparar con la eventual situación post-toma de control no ha de ser el actual, sino el proyectado en caso de ejecución de la medida defensiva, considerando su impacto en la sociedad y en los intereses de los accionistas más allá de la mera frustración de la oferta anunciada.

---

<sup>57</sup> *Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum (Co. 493 A.2d 946 (Del. 1985))*.

<sup>58</sup> El tenor literal del artículo 226 de la LSC parece indicar que se precisa no solo la primacía del interés social en la toma de la decisión, sino la total inexistencia de otros intereses propios. En este sentido, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *op. cit.*, p. 34; MEGÍAS LÓPEZ, J., “El deber de independencia en el consejo de administración...”, *op. cit.*

#### **1.4. Examen de la idoneidad de una actuación con sentido propio**

La valoración de la idoneidad de una actuación con sentido propio y capacidad de impedir el éxito de una opa no parte de la premisa de una valoración negativa de la opa en curso. No obstante, la idoneidad de la actuación podrá determinarse comparando dos escenarios: la situación previsible post-actuación frente a la situación esperada en ausencia de la misma. Habiendo una opa en vuelo, los administradores no pueden menos que introducirla como variable en la ecuación. De ahí la necesidad no tanto de posicionarse a favor o en contra de la opa como de analizar sus repercusiones en los intereses de la sociedad.

La posibilidad de proponer tales actuaciones debe conectarse con el principio general recogido en el artículo 3.1.f) de la Directiva de Opas, conforme al cual el lanzamiento de una opa no deberá obstaculizar las actividades de la sociedad afectada durante más tiempo del razonable. Es más, el deber de pasividad no pretende alterar el rumbo de la sociedad afectada; simplemente atrae determinadas decisiones al respecto a los titulares de valores objeto de la opa con el fin de reforzar su protección ante la excepcionalidad de las circunstancias. Prueba de ello es la circunscripción del referido deber a las actuaciones que puedan impedir el éxito de la oferta y no a cualesquiera actuaciones de la sociedad afectada durante el transcurso de la opa. A la luz de lo anterior, el órgano gestor puede y debe seguir contemplando todas las actuaciones que estime oportunas del modo en que lo haría de ordinario, con la diferencia ya mencionada de que habrá de tener también en cuenta su impacto sobre la opa para poder valorar su idoneidad con pleno conocimiento de causa. Cuestión distinta es que las nuevas circunstancias conduzcan a una conclusión diferente o que, apreciada la idoneidad de la actuación en sede del consejo, competa al órgano soberano la decisión última al respecto.

Nuevamente, el examen de estas actuaciones habrá de llevarse a cabo desde la perspectiva del interés social, con el objeto de determinar en qué escenario se espera una mayor creación de valor para la empresa y sus accionistas. En particular, se deberá considerar el impacto de la actuación en el precio de cotización de los valores de la sociedad, pues una subida del mismo beneficiará tanto a los accionistas que deseen monetizar su inversión y que, en este sentido, estén dispuestos a aceptar la opa, como a aquellos que estén involucrados con la sociedad en el medio o largo plazo y no contemplen la aceptación de la opa. Además, deberán compararse las proyecciones de la propia sociedad, asumiendo la realización de la actuación en cuestión, con las que puedan derivarse, en su caso, de la estrategia anunciada por el oferente. De nuevo, no se exige de los administradores que acierten en la toma de su decisión (que, además, no vincula a la sociedad hasta que la junta general se pronuncie al respecto), pero sí que adopten los mejores esfuerzos para ello y, en todo caso, que observen rigurosamente todos los deberes inherentes a su cargo.

## 2. Otras actuaciones preparatorias

### 2.1. Obtención de asesoramiento

Ante el anuncio de la intención de formular una opa sobre una sociedad, es habitual —por no realizar una afirmación universal— que el órgano de administración de la sociedad afectada recabe asesoramiento legal y financiero en relación con todas sus actuaciones en el transcurso de una opa. Con más razón recabará asesoramiento en el caso de que contemple la posibilidad de convocar una junta general de accionistas para proponer una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa. En este sentido, el Código de Buen Gobierno recomienda que las sociedades cotizadas establezcan “*los cauces adecuados para que los consejeros puedan obtener el asesoramiento preciso para el cumplimiento de sus funciones incluyendo, si así lo exigieran las circunstancias, asesoramiento externo con cargo a la empresa*” (recomendación 29) y vincula la necesidad de recabar asesoramiento externo a “*la trascendencia o el carácter controvertido de la decisión a adoptar*” (principio 15), característica que consideramos que puede predicarse de las actuaciones objeto del deber de pasividad.

Respecto al asesoramiento financiero, es frecuente que la sociedad afectada solicite a uno o varios expertos independientes la elaboración de un informe en el que se pronuncie sobre la *fairness* (equidad) de la contraprestación ofrecida en la opa y, en definitiva, de la valoración de la sociedad afectada implícita en tal contraprestación, de conformidad con los métodos de valoración de empresas que cada experto considere adecuados. El posicionamiento del consejo de administración respecto de la opa suele ir ligado a la consideración de la contraprestación como *fair* aunque, como ya hemos advertido, la idoneidad de la opa deba valorarse también desde la perspectiva empresarial o estratégica, analizándose el impacto de la eventual toma de control y estrategia del oferente en las distintas áreas la sociedad afectada<sup>59</sup>. Del mismo modo que la opinión del experto independiente influirá en la opinión favorable o desfavorable del consejo de administración sobre la opa, es previsible que la misma influya, si no determine, la decisión del órgano de administración respecto de la conveniencia de proponer a la junta general una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa.

El asesoramiento financiero también podría versar sobre las actuaciones *per se*, de manera que se solicite a algunos expertos su opinión sobre la recepción de una determinada actuación por el mercado o la conveniencia de llevarla a cabo en esas precisas circunstancias (*e.g.*, una emisión de valores) o sobre el impacto económico-financiero esperable de una determinada operación (*e.g.*, una adquisición o enajenación de activos). Asimismo, se podría encargar a un banco de inversión una prospección de mercado para encontrar ofertas alternativas de otros inversores o incluso la organización de un proceso competitivo con el ánimo de mejorar la oferta inicial (*i.e.*, la búsqueda de otras ofertas). En este último caso, la

---

<sup>59</sup> Vid *supra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

actuación no vendría limitada por el deber de pasividad puesto que las normas comunitaria y nacional exceptúan precisamente la búsqueda de otras ofertas<sup>60</sup>.

En cuanto al asesoramiento legal, el órgano de administración típicamente recurrirá a él para garantizar que su comportamiento se adecúa a las normas de conducta exigibles durante el transcurso de la opa y, en particular, al deber de pasividad imperante en este periodo. Con toda probabilidad el órgano de administración solicitará la obtención de asesoramiento específico en relación con una potencial actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa, para asegurar que se diseña y prepara de conformidad con la legislación aplicable.

La obtención de asesoramiento externo es, a nuestro juicio, corolario del deber de diligencia, y adquiere singular relevancia en el contexto de una opa dada su trascendencia económica y jurídica y su potencial impacto en los intereses accionariales y de otros grupos de interés de la sociedad. Ahora bien, tampoco un exceso de prudencia es positivo para la sociedad afectada o sus accionistas, pues puede incrementar innecesariamente los costes de una determinada actuación (mal usando los recursos sociales), impedir una toma de decisión a tiempo o, *in extremis*, paralizar el funcionamiento de la sociedad. Tampoco debe transformarse el derecho a recibir asesoramiento en un mecanismo de dilución de la responsabilidad de los administradores<sup>61</sup>. Con todo, nos parece legítimo y recomendable recabar asesoramiento profesional ante estas circunstancias excepcionales.

## 2.2. Roadshows con accionistas e inversores

El órgano de administración que esté contemplando la posibilidad de proponer a la junta general la adopción de una actuación capaz de impedir el éxito de una opa en curso podrá investigar las probabilidades de éxito de tal actuación realizando una gira de reuniones o *roadshow* ante los principales inversores de la sociedad para averiguar si la apoyarían y, en su caso, con qué condiciones.

---

<sup>60</sup> Vid *supra* “La búsqueda de otras ofertas”.

<sup>61</sup> Advierte de este riesgo PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *op. cit.*, pp. 9 y ss., “El riesgo de error y la aversión al riesgo provocan también una forma de precaución altamente ineficiente. Me refiero al fenómeno de las “murallas de papel”. Las reglas de responsabilidad rigurosas conducen, en efecto, a rodear de barreras defensivas cualquier operación, a “amurallarla” con toda clase de papeles, dictámenes y opiniones de expertos (certificaciones de auditores sobre la exactitud de estados financieros; opiniones de bancos de negocios sobre la valoración de activos y proyectos; análisis de ingenieros sobre costes de producción; informes jurídicos de toda clase, etc.). Es natural que sea así: cuando percibimos el riesgo de salir malparados, todos tendemos a cubrarnos. Los efectos de este tipo de cautelas no son, sin embargo, inocuos. A menudo, provocan un dispendio poco productivo de los recursos de la sociedad, tanto en términos de tiempo gerencial como de dinero de caja”. En la misma línea, HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber de diligencia: artículo 225”, *op. cit.*, p. 90, defiende que el cumplimiento del deber de informarse (que denomina diligencia procedimental) mediante la recabación de informes de expertos independientes no releva el deber de diligencia “*substantiva*” de los administradores.

La realización de *roadshows* con accionistas e inversores está cada vez más en boga a resultas del creciente activismo accionarial de los fondos de inversión o *hedge funds* interesados en contribuir a la mejora de la gestión empresarial, ya que permite involucrar a los accionistas en la preparación de los acuerdos sociales y, así, atender mejor sus intereses, a la vez que evita consumir recursos “a ciegas”. De hecho, el Código de Buen Gobierno recomienda que las sociedades cotizadas definan y promuevan “una política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto que sea plenamente respetuosa con las normas contra el abuso de mercado y dé un trato semejante a los accionistas que se encuentren en la misma posición” (recomendación 4). La finalidad es que las sociedades también “presten atención a los puntos de vista de aquellos accionistas y grandes inversores institucionales no representados en el consejo de administración” (principio 4). En esencia, se trata de devolver a los accionistas su soberanía no solo en sede de la junta general, sino también a través de contactos bidireccionales previos o preparatorios de tales reuniones<sup>62</sup>.

La cuestión principal que suscita esta técnica de *roadshow* de inversores es qué nivel de información privada o privilegiada puede compartirse con los inversores durante este proceso. Como cuestión previa, es preciso señalar que el suministro de información privilegiada a inversores potenciales en el contexto de una prospección de mercado (esto es, con el fin de evaluar su interés en una potencial operación) está expresamente permitida por el Reglamento de Abuso de Mercado siempre que se cumplan determinados requisitos como la obtención del consentimiento previo del receptor<sup>63</sup>. En este contexto, la comunicación de información privilegiada a accionistas para recabar sus opiniones sobre la posibilidad de llevar a cabo una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa (e.g., como una emisión de valores de capital o de deuda o una adquisición de autocartera para su posterior transmisión a un tercero) vendría expresamente permitida por la ley.

No obstante, no deberá transmitírseles información privilegiada que no pretenda hacerse pública con anterioridad al fin del plazo de aceptación de la opa —imaginemos que el órgano de administración desea frenar el éxito de la opa porque está negociando una operación o desarrollando un producto que estima que generará mayor valor para los accionistas que la opa, pero cuya difusión al mercado se pretende retrasar hasta el cierre de la operación o finalización del producto, que se espera tenga lugar tras la liquidación de la opa—, pues quedarían

---

<sup>62</sup> Vid *supra* “Particularidades relativas a las sociedades cotizadas”.

<sup>63</sup> Artículo 11 del Reglamento de Abuso de Mercado, a cuya lectura nos remitimos. De hecho, dice el considerando 32 que “[las prospecciones de mercado c]onstituyen un instrumento muy valioso para evaluar la opinión de los potenciales inversores, reforzar el diálogo con los accionistas y velar por que las negociaciones se desarrollen sin problemas, así como para armonizar las opiniones de los emisores, los accionistas existentes y los nuevos potenciales inversores. Pueden ser particularmente beneficiosas cuando los mercados no infunden confianza, carecen de un índice de referencia o son volátiles. Por lo tanto, la capacidad de realizar prospecciones de mercado es importante para el correcto funcionamiento de los mercados financieros y dichas prospecciones no deben ser consideradas por sí mismas abuso de mercado.”

legalmente impedidos para aceptar la opa (aunque se trataría de un absurdo voluntariamente autoimpuesto, pues corresponde a los receptores de la prospección de mercado consentir el envío de información privilegiada<sup>64</sup>). En sentido estricto, tampoco deberían poder rechazar la opa con base en información privilegiada pues estarían en una posición de superioridad respecto de sus homólogos y de su contraparte. Por lo anterior, no parece recomendable compartir información privilegiada que no pretenda publicarse durante el transcurso de la opa, ni siquiera en los supuestos en que esté legalmente permitido, a fin de tutelar la igualdad informativa y, en última instancia, la igualdad de trato postulada en el artículo 3.1.a) de la Directiva de Opas<sup>65</sup>.

En otro orden de cosas, en el caso de que las propuestas del órgano de administración no sean bien recibidas entre los accionistas y los administradores sigan considerándolas beneficiosas para el interés social, ¿deben los administradores retirarlas o darles curso? Naturalmente, la respuesta depende del volumen de votos que el consejo recabe. Si los accionistas contactados que se van a oponer a la actuación en cuestión representan una mayoría del capital social suficiente como para determinar el voto en contra de la junta general, carecerá de sentido convocar la junta general y el órgano de administración deberá ceñirse a expresar su opinión sobre la opa en el preceptivo informe del consejo. Si, por el contrario, se estima que existen probabilidades razonables de éxito, creemos que los administradores deberían seguir adelante con su propuesta en cumplimiento de su deber de lealtad para con los intereses de todos los socios. Cuestiones distintas son la probabilidad de que existan probabilidades razonables de éxito, valga la redundancia, considerando que las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa han de ser aprobadas con las mayorías reforzadas exigibles para las modificaciones estatutarias; o la posibilidad de que una propuesta rechazada expresamente por una mayoría relevante pero no absoluta pueda seguir considerándose conveniente para el interés del conjunto, en el que se subsume el interés de esa mayoría.

### 2.3. Negociación con terceros

La propuesta de una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa frecuentemente requerirá de una negociación previa con terceros ajenos a la sociedad, ya sean éstos contraparte del negocio en que consista la actuación (*e.g.*, el adquirente si se trata de una enajenación de activos), prestadores de servicios para la propia sociedad (*e.g.*, los bancos colocadores en el

---

<sup>64</sup> No es infrecuente, sin embargo, que los propios inversores rechacen recibir información privilegiada para evitar precisamente cualquier tipo de restricción en sus operaciones sobre valores cotizados.

<sup>65</sup> Acerca de este principio FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, *op. cit.*, p. 932, indica que “[e]l objetivo es, por tanto, garantizar una igualdad entre todos los accionistas, impidiendo con ello que el oferente pueda “hacer un traje a medida” al accionista de control”. En sentido análogo, la propia sociedad afectada no puede favorecer la toma de decisión informada de unos accionistas y no de otros. SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *op. cit.*, p. 20, advierte que “no puede tolerarse que [la comunicación de información privilegiada] se convierta en moneda de cambio de los administradores para ganarse el favor de los grandes inversores”.



caso de una emisión de valores) o el propio caballero blanco que acude al auxilio del órgano de administración ante una opa hostil o considerada perjudicial para la sociedad afectada<sup>66</sup>. Sin ánimo de entrar en todas las vicisitudes que suscita cualquier fase de negociación o formación de la voluntad de las partes de un contrato, conviene detenerse en el grado que pueden alcanzar las negociaciones con terceros y cómo vinculan éstas a la sociedad afectada.

Con arreglo al deber de pasividad, desde la publicación del anuncio previo de una opa, cualquier acuerdo capaz de impedir su éxito compete a la junta general de accionistas de la sociedad afectada. En consecuencia, corresponde al órgano soberano prestar el consentimiento de la sociedad en relación con la actuación objeto de negociación. La obtención de tal consentimiento podría configurarse como una condición suspensiva de un contrato que suscriba el órgano de administración (o, alternativamente, su no obtención en un determinado plazo podría definirse como una condición resolutoria). En todo caso, el órgano de administración deberá advertir al tercero de que el negocio proyectado no se entenderá perfeccionado ni vinculará a la sociedad hasta tanto no haya recaído la autorización de la junta general<sup>67</sup>. Esta obligación colige del deber de pasividad y, en última instancia, del deber de lealtad hacia los accionistas de la sociedad, pero también del más básico deber de buena fe pre-contractual para con los terceros involucrados en la negociación. La información relativa a un elemento esencial del contrato, como es el consentimiento de una de las partes, no puede ocultarse deliberada o negligentemente a la contraparte pues falsearía sus legítimas expectativas de negocio, y ello sin perjuicio del deber de informarse que recae sobre cada contratante como mecanismo de tutela de sus propios intereses<sup>68</sup>.

Por otra parte, en la negociación de una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa, el órgano de administración habrá de preservar la confidencialidad de la información privada que, en su caso, suministre a terceros, así como la confidencialidad de la propia negociación. Habitualmente las partes de la negociación suscribirán un compromiso de confidencialidad que, éste sí, será vinculante *ab initio* y abarcará toda la información recibida

---

<sup>66</sup> Tan solo contemplamos el caballero blanco que suscribe un paquete accionarial relevante con ánimo de impedir o dificultar la toma de control por el oferente. No nos referimos al oferente competidor pues la búsqueda de ofertas competidoras no es una actuación sujeta al deber de pasividad. *Vid supra* “La búsqueda de otras ofertas”.

<sup>67</sup> También recomienda extremar la precaución en los tratos preliminares y supeditar la eficacia del negocio a la perfección de un contrato final con el objetivo de evitar que traspasen esta fase y adquieran la consideración de contratos (pudiendo ser contratos parciales o contratos abiertos) CAPILLA CASCO, A., “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes...”, *op. cit.*, pp. 108-110.

<sup>68</sup> CAPILLA CASCO, A., “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes...”, *op. cit.*, p. 120; GARCÍA RUBIO, M.P., OTERO CRESPO M., “La responsabilidad precontractual en el Derecho contractual europeo”, *op. cit.*; SERRANO ACITORES, A., “Mecanismos formales para la generación de la confianza interempresarial en las operaciones corporativas”, *op. cit. Vid supra* “Deber de buena fe pre-contractual”.

en el ámbito de las negociaciones (pudiendo incluso extenderse a la información suministrada con anterioridad a la firma del propio contrato)<sup>69</sup>.

Conviene en este punto hacer referencia al tipo de información societaria que el órgano de administración de la sociedad afectada puede suministrar a terceros en el marco de la negociación de una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa<sup>70</sup>. En particular, interesa el suministro de información a los caballeros blancos, pues su entrada en juego se producirá, bien mediante la adquisición de un paquete de valores relevante, bien mediante el lanzamiento de una oferta competidora<sup>71</sup>. En ninguno de los dos supuestos puede tal entrada tener lugar sobre la base de información privilegiada, con los siguientes matices. En el supuesto primero, el caballero blanco al que se facilite información privilegiada de la sociedad afectada como medio de persuasión no podrá realizar operaciones sobre valores de la sociedad admitidos a negociación en cualquier mercado secundario. Sin embargo, podría plantearse la emisión de una clase específica de acciones con derechos de voto, pero que no se admitieran a negociación y cuya suscripción por el caballero blanco dificultara o impidiera la toma de control por el oferente, o la emisión de valores de deuda no cotizados que alteraran la situación patrimonial de la sociedad; en ambos casos la suscripción de tales valores disponiendo de información privilegiada sería legal. En cuanto al segundo supuesto, el órgano de administración podría facilitar información privilegiada al oferente, pero ésta habría de ser publicada con anterioridad al fin del plazo de aceptación de la opa *ex* artículo 9.4 del Reglamento de Abuso de Mercado. Además, en este caso, el órgano de administración deberá tener en cuenta el principio de igualdad informativa recogido en el artículo 46 del RD de Opas, en virtud del cual cualquier oferente —incluyendo el oferente inicial cuya opa se pretende neutralizar— o potencial oferente de buena fe tendría derecho a solicitar la información que hubiera sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes, como el caballero blanco en cuestión<sup>72</sup>.

#### 2.4. Obtención de consentimiento del oferente

Con base en la definición de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa como aquellas capaces de provocar la retirada de la oferta, bien por imposibilitar materialmente la opa, bien por alterar sustancialmente la base del negocio proyectado, hemos excluido de ellas las actuaciones que sean expresamente consentidas por el oferente<sup>73</sup>. Naturalmente, este

---

<sup>69</sup> *Vid infra* “Salvaguarda de la confidencialidad de las actuaciones contempladas”.

<sup>70</sup> Defiende la competencia del órgano de administración para decidir acerca de esta cuestión FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, *op. cit.*, p. 936.

<sup>71</sup> Aunque la búsqueda de otras ofertas no constituye una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa y, por tanto, no es objeto de este capítulo, merece la pena referirnos a ella en este punto para matizar las diferencias respecto del suministro de información en función del supuesto de hecho del que se trate.

<sup>72</sup> Sobre la igualdad informativa, *vid supra* “Análisis de las posibles repercusiones del principio de igualdad informativa”.

<sup>73</sup> *Vid supra* “Las actuaciones sin capacidad de impedir el éxito de la opa”.

consentimiento únicamente se obtendría respecto de actuaciones con sentido propio. Nada obsta para que el órgano de administración que esté contemplando una actuación de este tipo por considerarla oportuna para el interés social y, simultáneamente, esté mayoritariamente posicionado a favor de la opa, plantee al oferente la actuación en cuestión y trate de obtener su beneplácito. En este caso, la actuación perdería su capacidad de impedir el éxito de una opa y, por ello, quedaría fuera del ámbito objetivo del deber de pasividad. La competencia para decidir sobre ella correspondería al órgano al que le estuviera atribuida en circunstancias ordinarias, de modo que el órgano de administración podría efectivamente llevarla a cabo, sin necesidad de elevarla a la junta general, siempre que no se tratara de una facultad legal o estatutariamente reservada al órgano soberano. En este sentido, huelga decir que cuanto más expresa sea la aceptación del oferente, en mejor posición estará el consejo de administración para justificar la conformidad de la actuación con la normativa de opas y con el interés social.

El suministro de información privilegiada al oferente también debe analizarse con cautela debido a los principios de igualdad informativa recogidos en los artículos 46 del RD de Opas y 9.4 del Reglamento de Abuso de Mercado y descritos en el apartado anterior. Pueden suceder tres alternativas: (i) que el oferente otorgue su beneplácito y la actuación se lleve a cabo, (ii) que el oferente no lo otorgue y el órgano de administración (a) proponga la actuación a la junta general o (b) desista de su realización en tanto la opa esté en vuelo. Si la actuación proyectada constituye información privilegiada, en los supuestos (i) y (ii)(a) esta información deberá difundirse, respectivamente, tras su ejecución por el órgano de administración o con ocasión de la convocatoria de la preceptiva junta general; por lo tanto, se cumpliría lo previsto en el Reglamento de Abuso de Mercado e indirectamente en el artículo 46 del RD de Opas, ya que la información devendría accesible a cualquier oferente o potencial oferente de buena fe. Por el contrario, en el supuesto (ii)(b), en tanto que la actuación proyectada —supongamos una potencial operación corporativa de integración o adquisición, para la cual se requiriese además financiación externa significativa— no haya sido completamente desechada (pues, de haberlo sido, habría perdido la condición de privilegiada), cualquier otro oferente o potencial oferente de buena fe podría solicitar que se pusiera tal información a su disposición y, si esta información se utilizara al efecto de lanzar una opa competidora, debería difundirse públicamente con anterioridad a la finalización del plazo de aceptación.

## **2.5. Salvaguarda de la confidencialidad de las actuaciones contempladas**

Los administradores de la sociedad afectada deberán guardar secreto sobre las negociaciones o actuaciones que estén llevando a cabo en el estudio o preparación de una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa y, como hemos anticipado en el apartado anterior, deberán velar por que los terceros que accedan a información privada se comprometan asimismo a salvaguardar su confidencialidad. En este último caso, no puede imponerse al órgano de administración una obligación de resultado, ya que el incumplimiento del deber de secreto asumido por terceros no será atribuible al órgano de administración siempre que éste

haya observado su deber de diligencia, poniendo todos los medios a su alcance para salvaguardar la información y procurar el cumplimiento del compromiso por los terceros en cuestión (*e.g.*, la limitación del acceso a la información, el envío de documentos cifrados, la señalación de la información confidencial como tal o la llevanza de una lista de iniciados)<sup>74</sup>.

Puede suceder que la propia negociación o preparación de la actuación, cuando ya haya adquirido una entidad suficiente (esto es, carácter concreto), constituya información privilegiada *per se*, pues indudablemente podrá influir en el precio de los valores de la sociedad afectada. Ante el anuncio de una opa, el mercado tiende a calentarse y los precios de cotización tienden a igualar la contraprestación ofrecida. La perspectiva de fracaso de la opa podría inducir a los titulares de valores a venderlos rápidamente aprovechando la calentura del mercado y este mismo comportamiento replicado por un número elevado de inversores repercutiría negativamente en el precio de los valores. En este caso, la difusión de esta información sería obligatoria con arreglo al artículo 17 del Reglamento de Abuso de Mercado. No obstante, el órgano de administración podrá retrasar la difusión, bajo la responsabilidad de la sociedad afectada, siempre que considere que la difusión inmediata puede perjudicar los legítimos intereses de la sociedad, que el retraso no pueda inducir al público a confusión o engaño y que pueda garantizarse la confidencialidad de la información<sup>75</sup>. En caso de que la negociación siga su curso, la difusión se producirá no más tarde de la convocatoria de la junta general que haya de dar su aprobación al negocio proyectado; en caso de que se abandone, perderá su condición de información privilegiada y, por ende, cesará la obligación de difusión; y en caso de que la adopción de la actuación (en este caso, actuación con sentido propio) se posponga a un momento posterior a la liquidación de la opa, deberá proseguir su salvaguarda y tratamiento como información privilegiada de conformidad con lo previsto en la normativa aplicable y sintetizado en el presente apartado.

---

<sup>74</sup> Hemos defendido la misma tesis respecto de la confidencialidad de la información privada suministrada a terceros en el marco del estudio y preparación de una potencial opa. *Vid supra* “Salvaguarda de la confidencialidad de la información suministrada”. Para un apunte sobre el deber de secreto de los administradores, *vid supra* “Deber de lealtad”. Con más detalle, *vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 211 y ss.

<sup>75</sup> Artículo 17 del Reglamento de Abuso de Mercado. Sobre el retraso en la difusión de información privilegiada, *vid* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión de los emisores de retrasar la difusión de información privilegiada”, *RMV* 21, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica *laleydigital*360 (La Ley 18720/2017) el 8 de febrero de 2018]. Hace referencia a las Directrices de la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (*European Securities Markets Authority*) sobre el retraso en la difusión de información privilegiada, conforme a las cuales tal difusión inmediata puede perjudicar intereses legítimos del emisor, entre otros supuestos, cuando el emisor haya entablado negociaciones relativas a fusiones, adquisiciones, escisiones, segregaciones, enajenación o adquisición de activos relevantes o ramas de actividad, reestructuraciones o reorganizaciones (apartado 5.1.8.a) de las Directrices). Las Directrices pueden consultarse en [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478\\_mar\\_guidelines\\_-\\_legitimate\\_interests.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478_mar_guidelines_-_legitimate_interests.pdf) [fecha de consulta: 8 de febrero de 2018].

## VI. PROPUESTA DE ACTUACIONES OBJETO DEL DEBER DE PASIVIDAD A LA JUNTA GENERAL

Sentado el régimen aplicable al estudio y negociación de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa, y dada la atracción de la competencia de aprobación de éstas a la junta general, analizamos a continuación las normas aplicables al último paso de la confección de las referidas actuaciones: la elevación de la correspondiente propuesta al órgano decisorio. El objetivo de esta sección no es estudiar el régimen general aplicable a las juntas generales que hayan de decidir sobre actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa, sino el régimen de actuación del órgano de administración de la sociedad afectada en relación con la preparación, convocatoria y celebración de las referidas juntas generales<sup>76</sup>.

### 1. Convocatoria de la junta general

#### 1.1. Competencia para la convocatoria

Ya hemos adelantado en este capítulo que a la junta general de una sociedad afectada por una opa a cuya aprobación se someta una actuación capaz de impedir el éxito de una opa le resulta de aplicación el régimen societario general, a salvo de las especificaciones que los artículos 134 del TRLMV y 28 del RD de Opas contienen al respecto. Así pues, la convocatoria de la junta general corresponderá al órgano de administración de la sociedad afectada en pleno *ex* apartado j) del artículo 249 *bis* de la LSC. Salvo que los estatutos de la sociedad dispongan otra cosa, el acuerdo de convocatoria deberá ser adoptado por mayoría absoluta de los administradores concurrentes a la reunión (artículo 248.1 de la LSC) y deberán abstenerse los consejeros respecto de los cuales se haya apreciado un conflicto de interés específico en relación con la opa en pendencia<sup>77</sup>.

La junta general deberá ser convocada cuando los administradores lo consideren necesario o conveniente para el interés social (artículo 167 de la LSC). Tal precepto se traduce, en el caso objeto de estudio, en la obligación de convocar cuando los administradores consideren que una determinada actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa es oportuna bajo el prisma del interés social y que, por tanto, conviene someterla al parecer de la junta general en ese momento. Además, los administradores deberán convocar la junta cuando así lo soliciten accionistas que sean titulares de, al menos, un tres por ciento del capital social de la sociedad afectada (artículo 168 de la LSC), siempre que cumplan los requisitos legales y estatutarios al efecto y que, según hemos establecido, los asuntos propuestos por los citados

---

<sup>76</sup> Para un estudio exhaustivo de la junta general en el marco de una opa, GALLEGU CÓRCOLAS, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., in totum, y, en particular, en relación con las juntas que deban aprobar medidas defensivas, pp. 555 y ss.

<sup>77</sup> Vid *supra* “Deber de abstención excepto en el suministro de información a los accionistas”.

accionistas no sean manifiestamente contrarios al interés social o al deber de lealtad y buena fe del socio<sup>78</sup>. En caso de que el órgano de administración no atienda la solicitud recibida en el plazo de dos meses, podrá proceder a la convocatoria de la junta general el secretario judicial o registrador mercantil del domicilio social, previa audiencia de los administradores.

## 1.2. Plazo de convocatoria

Con carácter general, el órgano de administración que convoque una junta general para aprobar una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa deberá hacerlo con, al menos, un mes de antelación (artículo 176.1 de la LSC). El régimen societario general permite acortar esta antelación mínima a quince días siempre que se cumplan los siguientes requisitos: (i) que se trate de una junta general extraordinaria, (ii) que la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad de votar por medios electrónicos accesibles a todos ellos y (iii) que la junta general ordinaria inmediatamente anterior lo haya autorizado mediante acuerdo expreso aprobado con una mayoría de, al menos, dos tercios del capital suscrito con derecho de voto (artículo 515 de la LSC). No obstante, el cumplimiento de los anteriores requisitos no es necesario en el caso de juntas generales llamadas a decidir sobre la adopción de actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa ya que el artículo 134.2 del TRLMV permite, al amparo de lo previsto en el artículo 9.4 de la Directiva de Opas<sup>79</sup>, convocar este tipo de juntas quince días antes de la fecha de su celebración siempre que el anuncio se publique en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (“**BORME**”) y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia en que la sociedad afectada tenga su domicilio social, entendemos<sup>80</sup>.

El fundamento de esta facultad de acortamiento del plazo de convocatoria radica en la celeridad con que se desarrollan las opas y, particularmente, el plazo de aceptación de las mismas (cuya duración mínima es de quince días). Un lapso temporal de un mes podría hacer ineficaz el derecho de los accionistas de una sociedad afectada por una opa de defenderse frente a ella, pues la celebración de la junta general que hubiera de otorgar la autorización pertinente llegaría tarde<sup>81</sup>. De ahí que el órgano de administración pueda discrecionalmente acortar ese plazo si lo considera oportuno para los intereses accionariales.

---

<sup>78</sup> Vid *supra* “Derecho a solicitar la convocatoria de la junta general” para un análisis de las distintas posiciones doctrinales al respecto y, en general, de las vicisitudes que plantea este derecho en el marco de una opa.

<sup>79</sup> La Directiva de Opas imponía una antelación mínima de dos semanas, en consonancia con su configuración como norma de mínimos.

<sup>80</sup> Así lo apunta también MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 476-477.

<sup>81</sup> Vid GALLEGÓ CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 594 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, *op. cit.*, p. 405; y FERNÁNDEZ TORRES, I., “Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas”, *op. cit.*, p. 54.

Hemos anticipado que, a nuestro juicio, la reducción del plazo de convocatoria a quince días prevista en el citado precepto del TRLMV no es aplicable en el caso de que la junta general haya de tratar sobre la aprobación de las cuentas anuales y la censura de la gestión social y, por tanto, tenga naturaleza de junta ordinaria. Nuestras razones son de arraigo y sustancia. Las primeras se refieren a la consolidación del plazo de un mes para la convocatoria de las juntas generales ordinarias de sociedades anónimas y a la imposibilidad de reducirlo aun cuando se trate de sociedades cotizadas, en contraste con la norma del artículo 515 de la LSC recién mencionada<sup>82</sup>. Entre las segundas razones encontramos, de un lado, la insuficiencia del plazo de quince días para que los accionistas puedan estudiar en profundidad todas las propuestas de acuerdo que se someten anualmente a su parecer —entre las que se incluyen, en todo caso, la aprobación de las cuentas anuales, de los correspondientes informes de gestión y de la propuesta de aplicación del resultado, la censura de la gestión social y la votación consultiva del informe anual de remuneraciones de los consejeros correspondiente al ejercicio anterior y, cada cierto tiempo, también el nombramiento o reelección de auditores y de consejeros, la aprobación de la política de remuneraciones o la renovación de las delegaciones de emisión de capital, deuda y adquisición de autocartera—. Con vistas a fomentar la involucración de los accionistas en la vida societaria y erradicar la función meramente ratificadora de la junta general, no parece recomendable reducir el plazo de preparación de la, con frecuencia, única intervención de los accionistas en los asuntos sociales. De otro lado, la reducción del plazo privaría a los accionistas de su derecho a completar el orden del día hasta la junta general ordinaria del ejercicio siguiente<sup>83</sup>. Por todo ello, entendemos que el artículo 134.2 del TRLMV se refiere a las juntas que se convoquen expresa y únicamente para decidir sobre actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa, sin incluir en el orden del día los acuerdos propios de una junta ordinaria.

Por último, hemos señalado ya que, cuando la convocatoria de la junta es solicitada por los propios accionistas, el plazo para atender la solicitud se puede extender hasta dos meses

---

<sup>82</sup> MARTÍNEZ ROSADO, J., “Algunas propuestas relativas a la convocatoria de la Junta General de las Sociedades Cotizadas a la luz del Informe del Ministerio de Justicia sobre el Anteproyecto de Ley de transposición de la Directiva 2007/36/CE”, Comunicación presentada en la Jornada Internacional “Reflexiones sobre la Junta General de las Sociedades de Capital” del Ilustre Colegio Notarial de Madrid, 2009, disponible en [http://eprints.ucm.es/9207/1/JMRosado\\_UCM.pdf](http://eprints.ucm.es/9207/1/JMRosado_UCM.pdf) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018], menciona que el hecho de que la convocatoria no deba hacerse mediante notificación individual a cada accionista obliga a éstos a realizar una labor de búsqueda (ya en prensa, ya en las webs de la sociedad o de la CNMV) para conocer de la convocatoria de la junta general e invoca que la facultad de acortamiento del plazo de convocatoria duplica las preceptivas tareas de búsqueda (los accionistas deberán consultar la web de la sociedad, al menos, cada quince días) por lo que sugiere limitar el uso de la facultad de acortamiento recogida en el artículo 515 de la LSC a los casos en que lo justifique el interés social. No obstante, en el caso de sociedades cotizadas, se produce una suerte de notificación individual a los accionistas a través de la cadena de custodia o depósito de sus acciones en cuenta, pues la convocatoria de la junta general entraña la publicación de un evento corporativo por el depositario de las acciones que se hace llegar directamente a los accionistas de la sociedad.

<sup>83</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 474 y ss. *Vid supra* “Derecho a completar el orden del día”.

(artículo 168 de la LSC), de manera que el órgano de administración dispondrá de un mes para convocar la junta general o, incluso, un mes y medio si opta por hacer uso de la facultad de acortamiento del artículo 134.2 del TRLMV. La desprotección de los intereses de la minoría que implica esta norma y, especialmente, la desigualdad que genera en función de quién sea el precursor de la propuesta parece incoherente con el objetivo último de la normativa de opas: la protección de los titulares de valores sobre los que se lance una oferta. Por ello, hemos aventurado como posible remedio, en este supuesto concreto, acortar el plazo legal del consejo para atender la solicitud de la minoría a quince días (por analogía con la reducción del plazo a la mitad que ya ha permitido el legislador), así como facultar al solicitante para requerir la aplicación de lo dispuesto en el artículo 134.2 del TRLMV.

### 1.3. Contenido de la convocatoria

El contenido de la convocatoria de las juntas generales de sociedades cotizadas se rige por lo dispuesto en los artículos 174 y 517 de la LSC. Además, los apartados c) y d) del artículo 28.4 del RD de Opas añaden que *“deberá expresarse con la debida claridad las actuaciones para las que se solicita la autorización o confirmación”* y que *“se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos”*.

La interpretación de estas dos normas debe retrotraerse al año 2007, cuando el funcionamiento de la junta general de la sociedad anónima cotizada se regía por lo dispuesto en la entonces vigente LMV y su desarrollo reglamentario y, supletoriamente, en la hoy derogada LSA. Entonces, la LMV había sido recientemente modificada por la Ley de Transparencia, que introdujo el título relativo a las sociedades cotizadas y mandató al ejecutivo para desarrollar los requisitos de información de éstas. En virtud de este mandato, se publicó la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades, que obligaba a las sociedades cotizadas a publicar en su web *“[l]os documentos relativos a las Juntas Generales ordinarias y extraordinarias, con información sobre el orden del día, las propuestas que realiza[ra] el Consejo de Administración, así como cualquier información relevante que [pudieran] precisar los accionistas para emitir su voto, dentro del período que señal[ara] la CNMV”*. Además, se habilitó a la CNMV para determinar las especificaciones técnicas y jurídicas y la información que las sociedades anónimas cotizadas habían de incluir en la página web. Conforme a ello, la Comisión dictó la Circular 1/2004, de 17 de marzo, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas. En su Anexo III, se obligaba a las sociedades cotizadas a publicar en su página web, con ocasión de cada junta general, *“los textos completos de las propuestas de acuerdos a tomar y de la documentación*



*disponible para el accionista con anterioridad a la Junta*” y “[e]n su caso, informes de administradores, auditores, expertos independientes, etc., [...]”, así como las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información del accionista, indicando las direcciones de correo postal y electrónico a las que pudieran dirigirse los accionistas”<sup>84</sup>. En cuanto al régimen general, el artículo 97 de la LSA establecía entonces que en el anuncio de convocatoria se expresaría la fecha de la reunión en primera convocatoria y todos los asuntos que hubieran de tratarse. Por su parte, el artículo 144.1 de esa ley, relativo a las modificaciones estatutarias, preveía la obligación de expresar los extremos a modificar “*con la debida claridad*” (apartado b) y el derecho de los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro de la modificación propuesta y del informe sobre la misma y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos (apartado c). A la vista de lo anterior, concluimos que el artículo 28.4 del RD de Opas trató de equiparar el régimen de información acerca de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa al más estricto en aquel entonces para toda sociedad anónima, el relativo a las modificaciones estatutarias<sup>85</sup>, añadiendo los medios tradicionales de acceso a la documentación de la junta (consulta *in situ* o en papel) a los cauces electrónicos y especificando el preceptivo deber de claridad de la convocatoria.

La expresa exigencia de “*debida claridad*” prevista en los artículos 28.4.c) del RD de Opas y 144.1.c) de la LSA (hoy recogido en el 287 de la LSC) no deja de parecernos curiosa. Como si las restantes propuestas para las que se solicite el acuerdo de la junta general no hayan de ser claras por no recogerlo expresamente la norma. Tanto el Tribunal Supremo como la Dirección General de Registros y del Notariado han declarado en repetidas ocasiones que los anuncios de convocatoria de las juntas generales deben ser completos y claros<sup>86</sup>. La precisión del legislador sería más útil si, donde dice “*claridad*”, leemos concreción, de manera que no pueda proponerse a los accionistas una autorización genérica al órgano de administración para

---

<sup>84</sup> La Orden ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004 desarrollaron las modificaciones introducidas en la LMV por la Ley de Transparencia. Desde entonces, el régimen de información de las sociedades cotizadas ha ido reforzándose paulatinamente, en particular como consecuencia de la transposición en el ordenamiento español de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y la Directiva 2007/36/CE. Hoy, la Orden y la Circular están derogadas y su contenido está recogido en la LSC. Sobre la Directiva 2007/36/CE, *vid* RECALDE CASTELLS, A., “Reflexiones en relación con la Directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al Derecho español”, *op. cit.*, pp. 35 y ss. Sobre las reformas introducidas en nuestro Derecho de sociedades en lo referente a esta materia, *vid* MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 511 y ss.

<sup>85</sup> Que se extendía también a otros acuerdos relevantes como los que atañeran a una sola clase de acciones o a los aumentos de capital mediante aportaciones dinerarias o por compensación de créditos. SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 192.

<sup>86</sup> *Vid* STS (Sala de lo Civil) de 24 de enero de 2008 (La Ley) y las SSTs allí citadas —SSTs de 9 de julio de 1966, de 30 de abril de 1988, de 10 de enero de 1973, de 14 de junio de 1994 y de 25 de marzo de 1988— y RRDGRN de 10 de octubre de 1995 (La Ley 804-RN/1995), de 13 de mayo de 2013 (La Ley 90876/2013) y de 26 de octubre de 2016 (La Ley 161646/2016).

realizar cualesquiera medidas con capacidad de frustrar la opa (en este caso, se trataría de medidas puramente defensivas). Es razonable que la propuesta de intentar impedir el éxito de la opa deba concretarse en una o varias actuaciones específicas, concediéndose así a los accionistas la posibilidad de comparar dos escenarios concretos, cada uno con un impacto estimado determinado, y seleccionar el más acorde a sus intereses con pleno conocimiento de causa<sup>87</sup>.

Además, el artículo 28.4.d) del RD de Opas incluye otra especialidad respecto al régimen general: se exige al órgano de administración que haga constar el derecho de información en el propio anuncio de convocatoria. Por ello, consideramos que no tiene cabida la mera inclusión del plazo de ejercicio con remisión a la información más detallada en la página web de la sociedad (*ex* artículo 517.2.a) de la LSC), sino que la información detallada sobre los trámites para el ejercicio de este derecho debe incluirse en el propio anuncio de convocatoria. Nótese además que el artículo 517.2.a) transpone parcialmente el contenido del artículo 5 de la Directiva 2007/36/CE, que excluye expresamente de su alcance las juntas generales llamadas a decidir sobre actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa, sin que el legislador español haya optado por alinear las normas especiales relativas a la convocatoria de tales juntas con el régimen general.

---

<sup>87</sup> En la misma línea se han pronunciado los Tribunales y la Dirección General de los Registros y del Notariado; así, la RDGRN de 13 de mayo de 2013 (La Ley 90876/2013), establece que “[e]l alcance de dicha exigencia ha sido objeto de diversas interpretaciones sobre el sentido, tanto de la claridad exigible como de la precisión sobre los extremos sujetos a modificación, lo que ha dado lugar a un casuismo jurisprudencial muy ajustado al supuesto concreto. La garantía adicional establecida en el mismo artículo 287, al exigir que en los anuncios se haga constar el derecho de todos los socios a examinar en el domicilio social el texto íntegro de la modificación propuesta y, en el caso de sociedades anónimas, del informe sobre la misma, así como el de pedir la entrega o envío gratuito de dichos documentos, permite considerar suficiente que la convocatoria contenga una referencia precisa a la modificación que se propone, sea a través de la indicación de los artículos estatutarios correspondientes, sea por referencia a la materia concreta sujeta a modificación, sin necesidad de extenderse sobre el concreto alcance de dicha modificación, del que podrán los accionistas informarse a través de los citados procedimientos (*cfr.*, por todas, las Resoluciones de 18 de mayo de 2001 y 2 de junio de 2003). La jurisprudencia ha venido exigiendo que se reseñen los extremos o circunstancias básicas del aumento, de modo que la debida claridad a que se refiere el precepto se traduzca, al menos, en la reseña de los extremos por modificar (*vid.* la citada Sentencia de 24 de enero de 2008); y así en la Sentencia de 29 de diciembre de 1999 el Tribunal Supremo entendió que se había producido la infracción de la exigencia legal referida cuando en la convocatoria no se fijaba el importe de la ampliación, ni se expresaba si podía hacerse por emisión de nuevas acciones o por elevación de valor de las existentes, ni preveía la delegación de facultades a los administradores. Pero otras veces se ha entendido suficiente una referencia a los preceptos estatutarios por modificar (*cfr.* Sentencias de 9 de julio de 1966 y 30 de abril de 1988) o enunciando la materia y señalando que se trataba de modificar los artículos relativos a ella (Sentencias de 10 de enero de 1973 y 14 de junio de 1994) mientras que en otras ocasiones (Sentencia de 25 de marzo de 1988) no se ha considerado suficiente un enunciado como el de «estudio de los Estatutos» cuando después se ha producido la modificación de diversos artículos.”

#### 1.4. Forma de la convocatoria

Sin perjuicio de las singularidades que prevean las sociedades en su normativa interna, las juntas generales de las sociedades cotizadas deben convocarse mediante anuncio publicado, al menos, en (a) el BORME o uno de los diarios de mayor circulación en España, (b) la página web corporativa y (c) la página web de la CNMV (artículo 516 de la LSC).

En el caso de que el órgano de administración haya hecho uso de la facultad de acortamiento del plazo de convocatoria prevista en el artículo 134.2 del TRLMV, el anuncio de convocatoria deberá publicarse mediante anuncio en el BORME y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia en que la sociedad afectada tenga su domicilio social. Tales medios de publicación son, a nuestro juicio, complementarios a la difusión de la convocatoria a través de la página web de la sociedad y de la CNMV. El objetivo de este precepto es garantizar la diseminación de la información y el acceso a ella por parte de todos los accionistas a pesar de la reducción del plazo de convocatoria, por lo que sería contraproducente ignorar los medios que en circunstancias ordinarias se consideran los más adecuados y suficientes para garantizar un acceso a la información rápido y no discriminatorio<sup>88</sup>. Además, es posible que la convocatoria de una junta general para tratar sobre una actuación capaz de impedir el éxito de una opa influya en el precio de cotización de los valores de la sociedad afectada y, por tanto, que reúna la condición de información privilegiada, de obligada publicación en las páginas web del supervisor de los mercados y de la propia sociedad<sup>89</sup>.

## 2. Información a los accionistas con ocasión de la convocatoria de la junta general

### 2.1. Obligaciones generales de información a los accionistas

El derecho de información se configura como uno de los derechos mínimos del socio de las sociedades de capital (artículo 93.d) de la LSC)<sup>90</sup>. La doctrina distingue entre el derecho de

---

<sup>88</sup> De hecho, las referidas páginas web son a nuestro juicio los medios más efectivos para obtener el grado de difusión deseada, mientras que el BORME o un diario en papel han quedado en cierto modo obsoletos, al margen del incremento de costes que suponen para la sociedad. En la misma línea, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 494-496; y SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 113; MARTÍNEZ ROSADO, J., “Algunas propuestas relativas a la convocatoria de la Junta General de las Sociedades Cotizadas ...”, *op. cit.*, p. 8, que sugiere eliminar la convocatoria a través del BORME o, todo lo más, reducirla a un simple extracto.

<sup>89</sup> En este sentido, la convocatoria de la junta general *per se* puede constituir información relevante de acuerdo con el Anexo de la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la CNMV, sobre comunicación de información relevante, que desarrolla la Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores en materia de información relevante (actual artículo 227 del TRLMV).

<sup>90</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, *op. cit.*, p. 8, explica que “[c]on diversos matices según los sistemas, el planteamiento global que expresa el sentido originario del derecho de información podría reducirse a la siguiente argumentación. Del carácter fiduciario de la actividad de los administradores se sigue [...] su subordinación a los intereses del conjunto de los aportantes

información del socio y el deber genérico de información que recae sobre las sociedades de capital, y con mayor intensidad sobre las sociedades cotizadas, y del que se benefician tanto los socios como el público en general<sup>91</sup>. Nos interesa en este trabajo aludir al derecho de información de los accionistas de las sociedades cotizadas y, especialmente, con ocasión de la convocatoria de una junta general, pues en él se encuadra el deber de los administradores de elaborar un informe detallado sobre la actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa que se someta a la aprobación de la junta general (artículo 28.4.b) del RD de Opas).

Nuestro Derecho de sociedades impone la puesta a disposición de determinada documentación relacionada con los asuntos a tratar en la junta general convocada, de manera ininterrumpida, a través del sitio web de la sociedad, así como el correlativo derecho del accionista a examinar dicha documentación. Los administradores deben además expresar en la convocatoria, directamente o por remisión a la página web corporativa, la existencia y forma de ejercicio de tal derecho de información (artículo 518 de la LSC). Este derecho se refuerza en relación con determinados acuerdos sociales de mayor trascendencia jurídica o económica para la sociedad, tales como las modificaciones estatutarias o estructurales. En ellos, se impone a los administradores el deber de elaborar informes justificativos de las propuestas de acuerdo y se añade el derecho de los accionistas a consultar la documentación físicamente en el domicilio social o a solicitar su envío gratuito (artículo 286 de la LSC).

Hemos expuesto que la normativa de opas refuerza el citado régimen de información en lo que respecta a las juntas generales llamadas a decidir sobre una actuación con capacidad de

---

*del capital administrado. En consecuencia, corresponde a la Junta, como agrupación de los accionistas debidamente convocados para participar en los asuntos sociales, el control general de la administración, que se hace efectivo a través de competencias tales como la designación de administradores, aprobación de balances, otorgamiento del descargo y exigencia de responsabilidades. Los derechos a la intervención y fiscalización de la administración que corresponden a la Junta representan, a su vez, la expresión colectiva y en interés común del derecho de cada accionista a la co-administración y al control, que hay que intensificar cuando se trate de llenar de contenido el derecho a participar en el reparto de las ganancias. Para ello se requiere de una información mínima orientada a ilustrar el sentido del voto, medida de la contribución de cada socio a la formación de la voluntad colectiva”* (el subrayado es nuestro), pero añade que “la “instrumentalidad” del derecho de información atendida la índole y finalidad de la prestación que autoriza a obtener, no empaña su sustancial autonomía jurídica” (p. 145). En contraste, SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 199-200, cuestiona la postura doctrinal que califica el derecho de información como instrumental respecto de otros derechos como el de voto, por cuanto el derecho de información puede ejercerse en la propia junta y ser satisfecho con posterioridad a ella. En la misma línea, GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A., “Artículo 197. Derecho de información en la sociedad anónima” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit., p. 1387. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., “El derecho de información del socio minoritario de la sociedad dominante sobre la filial. Su posible ampliación a través de los puntos informativos en el orden del día propuestos por las minorías de socios” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades*, op. cit., pp. 53-54, distingue entre el derecho al examen de información documental, indicando que “sirve especialmente a la emisión de un voto consciente y bien orientado sobre las propuestas que se presenten a la junta general” y el derecho de pregunta, que “puede emplearse para complementar y para detallar la información documental a que tiene acceso el socio”.

<sup>91</sup> Entre otros, SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 189 y ss.

impedir el éxito de una opa. En particular, (i) se impone la obligación de hacer constar en el anuncio de convocatoria el derecho a examinar la documentación relativa a las propuestas de acuerdo, sin que quepa una mera remisión a la descripción de tal derecho en la web corporativa (artículo 28.4.d) del RD de Opas), (ii) se amplían los medios por los que los accionistas pueden consultar la referida documentación y se concede el derecho a su envío gratuito en línea con lo previsto para las modificaciones estatutarias (artículo 28.4.d) del RD de Opas) y (iii) se impone la obligación de elaborar un informe justificativo de la propuesta (artículo 28.4.b) del RD de Opas). Este reforzamiento del régimen informativo colige del también reforzamiento del principio de información de los mercados de valores en presencia de una opa y del que trataremos más adelante en relación con la obligación del órgano de administración de la sociedad afectada de publicar un informe sobre la opa.

Junto con este derecho al examen de información documental<sup>92</sup>, la LSC concede a los accionistas el derecho a formular preguntas o solicitar aclaraciones acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día antes o durante la celebración de la junta y obliga a los administradores a proporcionar la información solicitada salvo que (a) sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, (b) existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o (c) su publicidad perjudique a la sociedad o las sociedades vinculadas, y siempre que la solicitud no esté respaldada por, al menos, un veinticinco por ciento del capital social. Los administradores también podrán remitirse a la información publicada en la página web cuando la información solicitada esté allí disponible para todos los accionistas de forma clara, expresa y directa en formato de pregunta-respuesta. En caso de que la solicitud se realice en la propia junta y no pueda satisfacerse en el acto, los administradores dispondrán de un plazo de siete días para responder por escrito, salvo que se cumpla alguno de los referidos supuestos que permiten no atender la solicitud (artículos 197 y 520 de la LSC)<sup>93</sup>.

## **2.2. Obligación de elaborar un informe justificativo de la actuación propuesta**

### **2.2.1. Fundamento de la obligación de elaborar el informe**

El artículo 28.4.b) del RD de Opas establece lo siguiente: “*Los administradores de la sociedad [afectada por una opa] deberán redactar un informe escrito detallado justificando las actuaciones a realizar para las que requieran la autorización o confirmación de la junta. Dicho*

---

<sup>92</sup> Terminología de MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, op. cit., p. 54.

<sup>93</sup> Con anterioridad a la junta general, también puede solicitarse información o aclaraciones acerca de la información comunicada a la CNMV desde la celebración de la última junta general o del informe del auditor. Sobre el derecho de información del accionista, vid SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 187 y ss., y en particular en lo referente a las sociedades cotizadas, pp. 672 y ss.; MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., “Ejercicio del derecho de información del accionista” en AA.VV., *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital...*, op. cit., pp. 569 y ss.

*informe deberá expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. El informe será puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta*". Este deber de información es análogo al que se impone a los administradores en relación con los acuerdos de mayor trascendencia para la sociedad y cuya adopción queda reservada a la junta general<sup>94</sup>. De dicha equiparación puede inferirse que el legislador ha categorizado la aprobación de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa como una de las decisiones más relevantes para una sociedad cotizada. Categorización acertada, a nuestro juicio, por cuanto el éxito de una opa y, con él, un cambio en la estructura de control de la sociedad puede alterar radicalmente el funcionamiento de la sociedad, su estrategia y, en esencia, su habilidad para satisfacer los intereses de los titulares de valores a los que se dirige la opa.

El fundamento del deber de información sobre las decisiones societarias más relevantes es sencillo: se amplía la información sobre la que los accionistas deben construir sus decisiones, con el fin de garantizar que cualquier alteración jurídica o económica significativa sea acordada con pleno conocimiento de causa<sup>95</sup>. Como correlato del derecho de los accionistas a decidir de manera informada surge el deber de los administradores de proporcionar la información necesaria al efecto y, en particular, de emitir una justificación de la propuesta de acuerdo<sup>96</sup>. La lógica que subyace es que corresponde al promotor (pero no decisor) de una determinada decisión explicar y razonar su conveniencia; puesto que la elaboración de las propuestas de acuerdo compete al órgano de administración, también a él debe atribuírsele la tarea de fundamentar o, si se quiere, "persuadir" de las bondades de la propuesta planteada —del mismo modo que las minorías que ejerzan su derecho de iniciativa deben justificar sus propuestas<sup>97</sup>—.

---

<sup>94</sup> Como son las modificaciones estatutarias, las adquisiciones onerosas por valor superior al diez por ciento del capital social en los dos primeros años, los aumentos de capital no dinerarios o por compensación de créditos, la emisión de obligaciones convertibles o instrumentos financieros análogos, la supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente o la delegación de tal facultad en el órgano de administración, el nombramiento y reelección de consejeros y las modificaciones estructurales.

<sup>95</sup> ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., "Artículo 286. Propuesta de modificación", *op. cit.*, pp. 2110 y ss., afirma que el fundamento de las exigencias de preparación de documentación relativa a las modificaciones estatutarias es "*posibilitar al socio de cualquier clase de sociedad de capital [...] el conocimiento anticipado de la modificación sobre la que la junta general debe pronunciarse, evitando así que la emisión del voto tenga lugar sin el potencial conocimiento exacto del texto que se someterá a votación y, en el caso de las sociedades anónimas [...], de la razón de ser de esa modificación. [...] Al servicio de ese derecho de información, la Ley configura la preexistencia de este o estos documentos como requisito esencial del acuerdo de modificación*". QUIJANO GONZÁLEZ, J., "Artículo 287. Convocatoria de la junta general" en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, p. 2119, establece que "*teniendo en cuenta la especialidad y trascendencia del acuerdo a adoptar en este caso [una modificación estatutaria], que implica un cambio que puede ser importante en la ordenación de la sociedad con efecto para el conjunto de los socios, la ley añade a ese régimen general un plus de exigencia informativa, participativa y publicitaria*".

<sup>96</sup> GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, pp. 651 y ss.

<sup>97</sup> *Vid supra* "Facultad de iniciativa del socio".

Además, el deber de redactar este informe puede conectarse con el principio general recogido en el artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas conforme al cual los Estados miembros deben velar por que los titulares de valores de la sociedad afectada dispongan de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa. A continuación, el precepto hace referencia al informe que los administradores deben emitir con el fin de asesorar a los destinatarios de la opa en su decisión (individual) de aceptación o rechazo de la misma. Nada dice sobre elaborar un informe relativo a las actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa para asesorar en la decisión (colectiva) sobre la potencial frustración de la opa, pero este silencio es coherente con la ausencia de regulación de la preparación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa a nivel comunitario. El principio de información indudablemente debe aplicarse a esta segunda decisión, pues carece de sentido fomentar la toma de decisión fundamentada respecto a la aceptación de la opa y, simultáneamente, permitir que una decisión menos informada anule o merme la anterior. El artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas debió de inspirar la equiparación del régimen informativo al de las decisiones de mayor trascendencia para la vida societaria.

En otro orden de cosas, la ausencia del referido informe será, a nuestro juicio, causa de impugnación del acuerdo social relativo a la actuación capaz de impedir el éxito de una opa, sin que pueda invocarse el artículo 204.3.b) de la LSC, ya que creemos que el informe es un elemento esencial para el correcto ejercicio por parte del accionista medio de sus derechos de voto y demás derechos en relación con la junta general en cuestión<sup>98</sup>.

### 2.2.2. Contenido del informe

Con arreglo al artículo 28.4.b) del RD de Opas, el informe ha de ser “*detallado*” y debe justificar las actuaciones cuya autorización o confirmación se solicita. La Real Academia Española define el verbo “detallar” como “tratar o referir algo por partes, minuciosa y circunstanciadamente”, el adjetivo “circunstanciado” como “referido o explicado con toda menudencia, sin omitir ninguna circunstancia o particularidad” y la “menudencia” como “exactitud, esmero y escurpulosidad con que se considera y reconoce algo, sin omitir lo más menudo y leve”. Nuestro objetivo no es reproducir el diccionario español, sino reflejar minuciosamente las características que debe reunir el informe justificativo de una determinada actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa. Así pues, el informe deberá describir íntegra y concretamente la actuación propuesta, desgranando todas sus características, particularidades y posibles repercusiones, sin omisiones o ambigüedades que dificulten su cabal comprensión. No cabe la elaboración de un informe genérico apto para apoyar cualquier actuación de esta naturaleza u omisivo de las particularidades de la actuación en cuestión. De esta obligación deriva un deber de claridad y

---

<sup>98</sup> En este sentido, la RDGRN de 14 de marzo de 2005 (La Ley 1030/2005) resuelve que el informe justificativo de las modificaciones estatutarias es un requisito para la validez del acuerdo sobre el particular, en conexión con el derecho de información de los accionistas.

concisión que permita a los accionistas comprender el juicio de los administradores y discernir las razones detrás de sus opiniones<sup>99</sup>.

En segundo lugar, la norma exige que el informe justifique las actuaciones cuya autorización o confirmación se solicita. Esta justificación naturalmente deberá de basarse en el interés de la sociedad y deberá ser un reflejo de las conclusiones alcanzadas por los administradores en el proceso de posicionamiento sobre la opa y examen de la conveniencia de la actuación en cuestión. Así, en caso de una medida defensiva, los administradores habrán de explicar por qué valoran negativamente la opa anunciada y consideran conveniente armar una estructura defensiva frente a ella y, específicamente, deberán probar la idoneidad de la medida defensiva seleccionada para alcanzar el objetivo perseguido sin repercutir negativamente en la sociedad. Respecto a las actuaciones con sentido propio, los administradores deberán exponer los motivos por los cuales esperan una mayor creación de valor de la actuación en cuestión, aun cuando suponga el fracaso de la opa, que de la propia liquidación exitosa de la opa. En definitiva, se espera de los administradores que compartan con los accionistas, en cuanto que sujetos decisores, los argumentos que guían su propuesta de acuerdo para ilustrar el sentido del voto en la junta general o, en términos de la Directiva de Opas, “*asesorar a los titulares de valores*” a la hora de adoptar una decisión respecto a la oferta (artículo 3.1.b)).

En tercer lugar, el artículo 28.4.b) del RD de Opas exige que se exprese “*el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe*”. Se exige la manifestación de la opinión colegiada del órgano de administración, pero también de las opiniones individuales de todos sus miembros. Esta obligación es corolario de la función informativa u orientadora que el informe ha de cumplir, que se verá reforzada al complementar la opinión de la mayoría con las de la minoría disidente o, incluso, con los matices que deseen hacer constar los integrantes de la mayoría<sup>100</sup>. La manifestación de tales opiniones o matices permitirá a los accionistas conocer las diferencias de otro modo ocultas tras la voluntad de una mayoría no unánime. Además, es coherente con el deber de todos los administradores de manifestar su parecer sobre la opa en el preceptivo informe sobre la opa. Sin embargo, existe una diferencia fundamental: en el informe sobre la opa, el sentido de las opiniones no determina el sentido del acuerdo final, pues los consejeros aprobarán el informe siempre que refleje adecuadamente su posición acerca de la opa; en cambio, en los informes sobre actuaciones

---

<sup>99</sup> En este sentido, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., p. 658; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, op. cit., p. 433, refiriéndose al informe del consejo sobre la opa; y ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “Artículo 286. Propuesta de modificación”, op. cit., p. 2114, en relación con los informes justificativos de las modificaciones estatutarias.

<sup>100</sup> En esta línea, respecto del informe del consejo sobre la opa, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, op. cit., pp. 459-460, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, op. cit., pp. 430-431.



capaces de impedir el éxito de la opa, el sentido de las opiniones sí habrá determinado previamente el sentido del acuerdo final sobre la elevación de la propuesta a la junta general o no. En suma, en este segundo caso, la participación de las minorías disidentes sí despliega efectos jurídicos.

Por último, hemos señalado que, a nuestro juicio, aunque la normativa no lo imponga expresamente, en el informe debería hacerse constar cualquier conflicto de interés en que se pudieran encontrar los administradores de la sociedad afectada, como de hecho se exige para el referido informe sobre la opa. Ello permitiría a los accionistas discernir y neutralizar potenciales opiniones interesadas y, por ende, examinar correctamente la idoneidad de la actuación propuesta.

### 2.2.3. Procedimiento de aprobación y publicación del informe

El deber de pronunciamiento de todos los administradores debe conectarse con el procedimiento de aprobación del informe por el órgano colegiado. Los acuerdos del consejo, salvo disposición contraria en los estatutos, se adoptan por mayoría absoluta de los concurrentes a la reunión, sin necesidad de que haya unanimidad<sup>101</sup>. Además, el régimen societario general impone a los administradores un deber de abstención tanto en la deliberación como en la votación de los acuerdos respecto de los que se encuentren en situación de conflicto de interés. En consecuencia, ya hemos expuesto que los administradores que incurran en algún conflicto de interés específico en relación con la opa (al margen del conflicto posicional que se presume indiscriminadamente respecto de todos ellos) no deberán intervenir en la preparación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa ni en la votación de los acuerdos que deban adoptarse en sede del consejo de administración respecto del sometimiento de una actuación de esta naturaleza a la junta general<sup>102</sup>.

No obstante, en la medida que el artículo 28.4.b) del RD de Opas se refiere expresamente a “*cada uno de los administradores*”, también los administradores conflictuados deberán manifestar su parecer sobre la actuación respecto de la que se elabora el informe. Por ello, en el específico acuerdo de aprobación del informe deberá participar la totalidad del órgano colegiado y deberá hacerse constar cada opinión vertida en el proceso que difiera total o parcialmente de la voluntad de la mayoría (a nuestro parecer, junto con una descripción de los conflictos de interés existentes).

La manifestación de las opiniones individuales en el informe cobrará especial importancia en los casos en que el consejo de administración que deba aprobar el informe se celebre por escrito y sin sesión (artículo 248 de la LSC), pues no se habrá desarrollado un debate

---

<sup>101</sup> La aprobación del informe es una facultad del consejo en pleno, indelegable de conformidad con lo previsto en el apartado f) del artículo 249 *bis* de la LSC.

<sup>102</sup> *Vid supra* “Deber de abstención excepto en el suministro de información a los accionistas”.

en el que compartir las reflexiones individuales y tratar de que sean recogidas en la expresión de la voluntad del órgano colegiado. No obstante, no parece recomendable que este tipo de decisiones, dada su relevancia, se adopte por este procedimiento rápido, prescindiendo de la fase deliberativa del acuerdo y, en esencia, de la fase de formación de una auténtica voluntad colegiada más allá de la mera suma de opiniones individuales e inconexas; aunque precisamente por ello no parece plausible que los administradores en minoría acepten este procedimiento<sup>103</sup>.

Por último, respecto a la publicidad del informe, los administradores deberán ponerlo a disposición de los accionistas en el domicilio social desde la publicación del anuncio de convocatoria de la junta general (artículo 28.4.b) del RD de Opas). Los accionistas también podrán solicitar su entrega o envío gratuito. Además, el informe se difundirá a través de la página web de la sociedad (artículo 518.c) de la LSC) y deberá estar disponible ininterrumpidamente hasta la celebración de la junta general.

### 3. Participación de los administradores en la junta general

#### 3.1. Deberes de asistencia e información a los accionistas

Los administradores de las sociedades de capital están obligados a asistir a las juntas generales de acuerdo con lo previsto en el artículo 180 de la LSC. Se trata de un deber personalísimo, de modo que el administrador no puede delegar su representación en un tercero, como sí pueden hacer los accionistas y como pueden hacer los propios administradores respecto de las reuniones del órgano de administración. La *ratio* es que la asistencia a las juntas generales forma parte de los deberes inherentes al cargo de administrador y tales deberes no pueden ser objeto de delegación en terceros<sup>104</sup>. A este argumento podemos añadir que la asistencia de los administradores por representación carecería de sentido. El objetivo perseguido por la norma es precisamente que los administradores, responsables de la gestión de la sociedad y mejores conocedores de su desenvolvimiento por su posición privilegiada en el seno de la organización, estén presentes y a disposición de los accionistas en la deliberación y toma de decisiones soberanas. En este sentido, doctrina y jurisprudencia justifican la asistencia de los

---

<sup>103</sup> También rechazamos este procedimiento para la adopción de acuerdos relativos a una posible opa en la fase preparatoria de la misma y para la aprobación del informe del consejo sobre la opa. *Vid supra* “Funciones y funcionamiento de la comisión *ad hoc*” e *infra* “Celebración del consejo por escrito y sin sesión”.

<sup>104</sup> En este sentido, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., p. 174, hace mención a los deberes de los administradores y sostiene que “[d]entro de la estructura compleja de la organización de la sociedad anónima, los administradores tienen asignado un campo de competencias que es general y autónomo respecto de los demás órganos sociales. Por todo ello se afirma que los administradores han de desarrollar ciertas funciones de las que son exclusivos depositarios”. La STS (Sala de lo Civil) 255/2016 de 19 de abril (La Ley 32869/2016) avala expresamente la imposibilidad de los administradores de asistir por representación a la junta general. MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Artículo 180. Deber de asistencia de los administradores” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit., p. 1302, encuadra el deber de asistencia en el de diligente administración.

administradores a las reuniones de socios por dos motivos: (i) la necesaria presencia de las personas cuyo desempeño se censura en el caso de juntas generales ordinarias y (ii) la necesaria presencia de quienes están en disposición de atender las solicitudes de información de los accionistas o, en otras palabras, la tutela del derecho de información de los socios ejercitable en la propia junta general<sup>105</sup>. El deber de asistencia de los administradores está por tanto en íntima conexión con el derecho de información de los accionistas, cuya tutela corresponde a los administradores sociales. Así, los accionistas podrán solicitar informaciones o aclaraciones sobre los puntos del orden del día durante la celebración de la junta general, y los administradores estarán obligados a proporcionar la información solicitada en el acto o, de no ser posible, en los siete días siguientes.

La asistencia de los administradores de la sociedad afectada a la junta general que deba decidir sobre la aprobación de una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa puede tener especial relevancia en la medida que, previamente, todos los administradores se habrán visto obligados a expresar sus opiniones sobre la actuación propuesta e, implícitamente, sobre la opa en curso (artículo 24.4.b) del RD de Opas). La asistencia de éstos a la junta general les permitirá ahondar en las opiniones vertidas en el informe y perfeccionar la protección del derecho de información o de toma de decisión informada de los accionistas recogido en el artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas. Naturalmente, al responder a las solicitudes de información, los administradores deberán observar rigurosamente sus deberes de diligencia y lealtad. La información que brinden con carácter general deberá ser exacta, completa y precisa, igual que se exige del propio informe de administradores. Además, aquellos que se encuentren incurso en una situación de conflicto de interés deberían dejar constancia de ello de modo que ningún posible sesgo en sus opiniones expresadas oralmente influya indebidamente en la votación del acuerdo que se producirá a continuación<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> FUENTE GUTIÉRREZ, J., “El deber de los administradores de asistir a la Junta General”, *La Ley Mercantil* 27, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 5891/2016) el 15 de febrero de 2018]; y MORALES MENÉNDEZ, I., “Artículo 180. Deber de asistencia de los administradores”, *op. cit.*, p. 1302. En cuanto a la jurisprudencia, *vid* STS (Sala de lo Civil) 255/2016 de 19 de abril (La Ley 32869/2016), que recoge la jurisprudencia del Tribunal Supremo en esta materia. No obstante, esta STS defiende por primera vez la nulidad de la junta general por inasistencia de los administradores; si bien considera que con carácter general no es causa de nulidad, como ha venido defendiendo el Tribunal Supremo hasta ahora, estima que en este caso particular en el que la totalidad de los administradores se ausentó de la junta general, el derecho de información de los socios quedó “completamente cercenado ya desde la propia constitución de la junta general”.

<sup>106</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, *op. cit.*, pp. 337 y ss., recuerda que el principio de buena fe y el criterio de diligencia también son pautas de conducta en el cumplimiento de las obligaciones y sostiene que los administradores deben proporcionar a los socios información “veraz, completa y clarificadora”, procurar que satisfaga “el interés del accionista a obtener una idea fidedigna y clara del asunto inquirido” y evitar “ofrecer al accionista una imagen sesgada y equívoca del asunto inquirido”.

### 3.2. Votación de los acuerdos

#### 3.2.1. Solicitud pública de representación

Según lo previsto en el artículo 186 de la LSC, los administradores de la sociedad afectada podrán solicitar públicamente que los accionistas deleguen en ellos su representación en la junta general llamada a decidir sobre una actuación capaz de impedir el éxito de una opa<sup>107</sup>. En este caso, deberán solicitar instrucciones para el ejercicio del derecho de voto e indicar el sentido en que votarán en ausencia de instrucciones precisas —que es, en la inmensa mayoría de los casos, a favor de todas las propuestas presentadas por el consejo de administración y en contra de cualquier otra propuesta—.

Además, los administradores que estén incurso en una situación de conflicto de interés deberán informar de ello a los accionistas y, en caso de no recibir instrucciones de voto precisas para cada asunto del orden del día, deberán abstenerse de emitir el voto respecto de los puntos en los que tengan un conflicto (artículos 523.1 y 526 de la LSC). La delegación podrá extenderse a aquellos puntos que, aun no previstos en el orden del día de la convocatoria, sean tratados en la junta por así permitirlo la ley, aplicándose también en estos casos las prohibiciones de voto por conflicto de interés<sup>108</sup>.

En la medida que se presume la existencia de un conflicto de interés en la totalidad de los miembros del órgano de administración, podría argumentarse que no cabe que los

---

<sup>107</sup> Vid ZUBIRI DE SALINAS, M., “Artículo 186. Solicitud pública de representación” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, op. cit., pp. 1328 y ss.; y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Problemas y propuestas de revisión del régimen de solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas”, op. cit., pp. 293 y ss.

<sup>108</sup> Esta norma fue introducida en la LMV mediante la Ley de Transparencia con la finalidad de dar rango legal a las recomendaciones emitidas en el Informe Aldama y, en última instancia, fomentar la participación de los accionistas en las juntas generales y en la vida societaria en general. No obstante, esta práctica supone aumentar el poder del órgano de administración al otorgársele la facultad de decidir el sentido del voto de los accionistas que así lo consientan (en la misma línea, GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., p. 676). En efecto, el mecanismo para delegar la representación en los administradores es el mismo que el que se articula para emitir el voto a distancia (i.e., completar la tarjeta de delegación o voto y enviarla a la sociedad por los medios de comunicación a distancia establecidos al efecto, que siempre coinciden para la delegación y el voto). Por tanto, la delegación de la representación en los administradores no añade ninguna facilidad procedimental respecto de la emisión del voto a distancia, de manera que no favorece especialmente la participación de los accionistas. Las facilidades que añade son las de no tener que pronunciarse sobre el sentido del voto, pudiendo delegar tal tarea en los administradores, y de poder participar en la votación de los asuntos no incluidos en el orden del día en el sentido que consideren más conveniente los administradores representantes. RONCERO SÁNCHEZ, A., “Problemas y propuestas de revisión del régimen de solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas”, op. cit., pp. 297-299, advierte de que la mayoría de los accionistas que asisten por representación no designan específicamente a un representante ni tampoco otorgan instrucciones precisas sobre el sentido del voto. Por ello, equipara la solicitud pública de representación con un proceso de captación del voto de los accionistas y señala que otros autores apoyan este sistema pues permite a los accionistas “delegar su derecho de voto en sus representantes preferidos” en lugar de obligarles a abstenerse o asumir los costes de participar de manera informada (p. 316), destacando entre tales autores FERNÁNDEZ DEL POZO, L., VICENT CHULIÁ, F., “Internet y Derecho de Sociedades. Una primera aproximación”, *RDM* 237, 2000, pp. 915 y ss.

administradores voten respecto de cualesquiera acuerdos con posible impacto en el desenvolvimiento de la opa sin haber recibido instrucciones precisas de voto al respecto. No obstante, ya hemos expresado el desatino que supone, en nuestra opinión, tratar al órgano de administración como un bloque en lo que a conflictos de interés se refiere. Por tanto, el deber de abstención debería limitarse a aquellos consejeros respecto de los cuales se haya apreciado un conflicto de interés *ad hoc* en relación con la opa en vuelo, ya sea propio del administrador o imputable a él por su vinculación con algún accionista de la sociedad con intereses particulares en la opa. En todo caso, es habitual que se prevea en la solicitud pública de representación un sistema de sustitución en virtud del cual, ante un conflicto de interés del representante, éste ceda su posición a otro administrador no conflictuado con el asunto en cuestión, de manera que la representación y, por tanto, el ejercicio del derecho de voto se mantenga en el seno del órgano de administración y pueda ejercitarse en todo caso (a favor de las propuestas de este órgano, cabe añadir)<sup>109</sup>.

Por último, el deber de abstención afecta exclusivamente a las acciones con derecho de voto de los accionistas que hayan delegado su representación en el administrador conflictuado, pero no a las acciones titularidad del administrador<sup>110</sup>. El objetivo de este deber es esencialmente idéntico al del deber de abstención que surge en sede del órgano de administración: evitar que un administrador anteponga sus intereses personales a los que tiene encomendados en el ejercicio de su cargo, incumpliendo su deber de lealtad para con la sociedad y sus accionistas. Sin embargo, nada obsta para que los accionistas ejerzan sus derechos en la sociedad atendiendo a sus intereses particulares, con las excepciones previstas en el artículo 190 de la LSC y la prohibición de abuso de mayoría que tratamos en el apartado siguiente.

### 3.2.2. Votación del accionista-administrador

En el caso de que los administradores de la sociedad afectada sean titulares de acciones de la misma con derecho de voto —lo cual es habitual, especialmente en el caso de los consejeros ejecutivos, debido al uso creciente de la remuneración mediante planes de acciones u opciones sobre acciones como forma de alineación de los intereses entre propiedad y gestión—, éstos podrán participar en la junta general llamada a decidir sobre actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa en tanto que accionistas de la sociedad, con los mismos derechos

---

<sup>109</sup> RONCERO SÁNCHEZ, A., “Problemas y propuestas de revisión del régimen de solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas”, *op. cit.*, p. 305.

<sup>110</sup> En este sentido, GUERRA MARTÍN, G., “La posición jurídica de los administradores de sociedades de capital”, *op. cit.*; y GALLEGU CÓRCOLAS, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, *op. cit.*, p. 678. En sentido contrario, CURTO POLO, M., “Artículo 514. Ejercicio del derecho de voto por administrador en caso de solicitud pública de representación” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, pp. 3344 y ss.

que cualquier otro titular de acciones que no tenga acceso al órgano de administración<sup>111</sup>. En consecuencia, los accionistas-administradores podrán votar en tales acuerdos en el sentido que consideren oportuno, pudiendo desviarse de la propuesta del órgano de administración si están en desacuerdo con ella (desacuerdo que habrán debido manifestar en el correspondiente informe justificativo de la propuesta de acuerdo *ex* artículo 28.4.b) del RD de Opas).

En el ejercicio de tales derechos, los accionistas-administradores no estarán vinculados por los deberes inherentes al cargo de administrador y, en particular, por los deberes de lealtad o pasividad. No obstante, se afirma que los socios también están sujetos a un deber de lealtad en virtud del cual su participación en la vida societaria no debe ser contraria al interés social<sup>112</sup>. El fundamento es evitar el abuso de mayoría y, con ello, la extracción de beneficios privados por parte de la mayoría de control<sup>113</sup>. Del deber de lealtad del socio colige un deber de abstención respecto de determinados acuerdos sociales en los que es patente la existencia de un interés particular cuya satisfacción puede perjudicar el interés social (artículo 190.1 de la LSC). En cuanto a los acuerdos que no son subsumibles en esta norma, como sería la aprobación de una actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa, no impera un deber de abstención del accionista en conflicto. Aun así, nuestro Derecho de sociedades otorga a los socios minoritarios dos mecanismos de control *ex post* frente a eventuales abusos de derecho. De un

---

<sup>111</sup> FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del derecho societario español”, *RdS* 2, 2004, p. 98, parece opinar lo contrario al criticar que la ley prohíbe votar a los administradores conflictuados cuando actúan en virtud de una solicitud pública de representación, pero no regula el voto relativo a las acciones propias de los administradores.

<sup>112</sup> PEINADO GARCÍA, J.I., “Abnegación y silencio en la sociedad mercantil...”, *op. cit.*, pp. 45 y ss., critica la atribución a los socios de un deber de lealtad y lo reconduce al más puro deber de buena fe propio de toda relación contractual. Según él, “para la consecución del interés social, resultan relevante (sic) las relaciones de confiabilidad derivada de que todos los socios ordenan su proceder conforme al mandato de la buena fe” (p. 62).

<sup>113</sup> El deber de lealtad del socio se ha construido sobre la base del principio general de prohibición de abuso de derecho recogido en el artículo 7.1 del Código Civil. Al respecto, *vid* MEGÍAS LÓPEZ, J., “Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría”, *op. cit.*, pp. 13 y ss.; SÁEZ LACAVE, M.I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *op. cit.*; o HERNANDO CEBRIÁ, L., *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital. Control societario y los abusos de mayoría, de minoría y de igualdad*, Barcelona: Bosch, 2013, *in totum*, que precisa que no se impone a los socios un deber de lealtad *ex lege*, pero que el régimen societario ha de partir de la *affectio societatis* como criterio modulador del comportamiento exigible en relación con el interés social (p. 37). El fundamento es igual al del deber de lealtad de los administradores: evitar la “apropiación indebida” de beneficios por parte de otro grupo de *insiders* de la sociedad (*vid* PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *op. cit.*, pp. 43-45). En este sentido, RIBAS FERRER, V., *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, *op. cit.*, afirma que “[e]n la medida que existe un riesgo de que las conductas oportunistas del socio puedan afectar al patrimonio social, nace la exigencia de protección a la sociedad. Esta protección no resulta suficiente con los deberes generales derivados del deber de lealtad del socio, por lo que precisan la tutela de las reglas propias de la lealtad del gestor. Ante la similitud de los supuestos y una misma razón para la protección de la sociedad, resulta posible la aplicación analógica al socio de control del deber de lealtad del gestor en caso de que aquel se coloque en una posición de conflicto de intereses. Desde esa perspectiva, la aplicación del deber de lealtad del gestor al socio de control cumple la función económica de tutelar el interés social o interés común de los socios, frente al interés particular del socio interesado. Indirectamente, el deber de lealtad del socio de control puede cumplir también una función de protección de la minoría”.

lado, se permite impugnar los acuerdos sociales que lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros (artículo 204.1 de la LSC). De otro lado, se invierte la carga de la prueba en caso de impugnación del acuerdo, correspondiendo al accionista cuyo voto haya determinado el resultado de la votación probar la conformidad del acuerdo con el interés social (artículo 190.3 de la LSC). La actuación no se presumirá abusiva cuando exista una mayoría, al margen de la participación del accionista en cuestión, que refrende la decisión adoptada o, en otras palabras, cuando el acuerdo haya sido aprobado por la mayoría de la minoría<sup>114</sup>. Se persigue pues la protección de la minoría mediante una dilución del principio de la mayoría, para que ésta no pueda imponerse abusivamente en contra del interés social o interés común de todos los socios<sup>115</sup>.

---

<sup>114</sup> HERNANDO CEBRIÁ, L., *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital...*, op. cit., pp. 68-69. Sobre la regla de la mayoría de la minoría y su uso por los Tribunales norteamericanos para invocar la *business judgement rule*, BOOTH, R., "Majority of the minority voting and fairness in freeze-out mergers", *Villanova Law Review Online: Tolle Lege* 87, 2014, pp. 87 y ss.

<sup>115</sup> Únicamente pretendemos reflejar que la condición de administrador no afecta al ejercicio de los derechos del socio. Queda fuera del ámbito de este trabajo el régimen de intervención de los accionistas en las juntas generales de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa. Para un estudio detallado del mismo, GALLEGU CÓRCOLAS, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas...*, op. cit., pp. 676 y ss.

## **CAPÍTULO VI. EL INFORME SOBRE LA OPA. ¿UNA EXCEPCIÓN AL DEBER DE PASIVIDAD?**

### **I. PLANTEAMIENTO**

La Directiva de Opas impone al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada por una opa la obligación de elaborar un documento en el que recoja su dictamen motivado sobre la oferta en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad y a los planes estratégicos del oferente sobre la sociedad afectada. Esta obligación se formula como una de las dos obligaciones esenciales del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada por una opa (siendo la otra el deber de pasividad) y el objeto fundamental de este capítulo es examinar su significado y ordenación, así como su encuadre con las normas relativas a la gestión de conflictos de interés.

En cuanto a su significado, hemos establecido al principio de este trabajo que a la regulación europea de las opas subyacen dos opciones de política legislativa en materia de Derecho de sociedades: la primacía accionarial, en el sentido de atribución del poder de decisión a los accionistas, y la equiparación del interés social con el interés accionarial, entendido como el interés en la generación de valor sostenible y, en el contexto de una opa, como el interés en poder decidir libremente sobre la idoneidad de la opa y beneficiarse de un negocio que se considere ventajoso sin interferencias de terceros. En este capítulo, tratamos de engranar la obligación de los administradores de pronunciarse sobre la opa en las referidas opciones de política legislativa para comprender por qué, de un lado, se atribuye la decisión sobre la opa a sus destinatarios, restringiéndose la capacidad de actuación de los administradores en aras de proteger tal toma de decisión, y, de otro lado, se considera que los destinatarios necesitan del asesoramiento de los administradores para valorar adecuadamente la oferta en vuelo.

Respecto a su ordenación, nos proponemos delimitar la relación entre esta obligación y el propio deber de pasividad. ¿Se trata de una excepción al mismo? La respuesta a esta pregunta dependerá del significado jurídico que atribuyamos a la referida obligación con base, esencialmente, en un análisis teleológico de las normas. Esbozaremos asimismo su encuadre en los deberes generales de los administradores que, como ya ha quedado expuesto, coexisten en el marco de una opa y nos detendremos en las normas relativas a la gestión de los conflictos de interés de los consejeros en relación con la elaboración del informe<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> La tesis que defendemos respecto al régimen de participación de los consejeros en conflicto de interés en la elaboración y aprobación del informe sobre la opa, con base en un análisis teleológico y exegético de la obligación recogida en la normativa española de opas y mediante su comparación con el tratamiento ordinario de



## II. ANTECEDENTES DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA

### 1. Origen de la obligación: de nuevo el Derecho británico

La obligación de los administradores de la sociedad afectada por una opa de opinar sobre la misma se plasmó originariamente en las primeras Directrices en materia de opas elaboradas en el Reino Unido en 1959, a las que ya nos hemos referido por ser también las primeras en reconocer la competencia de los accionistas de la sociedad afectada para valorar la idoneidad de la opa y el correlativo deber de pasividad de los administradores<sup>2</sup>.

También como corolario de la atribución de la decisión sobre la opa a los accionistas, las Directrices sentaron como principio fundamental el de completa información<sup>3</sup>, en virtud del cual los administradores de la sociedad afectada habrían de realizar sus mejores esfuerzos para garantizar el suministro a los accionistas de toda la información pertinente para la toma de la referida decisión, en la forma adecuada y en el momento oportuno. Además, los administradores estarían obligados a proporcionar asesoramiento a los accionistas con el fin de que éstos pudieran adoptar una decisión reflexionada. De hecho, las Directrices calificaron al consejo de administración de la sociedad opada como la mejor fuente de asesoramiento de los accionistas (*“the best source of advice for the shareholders”*). Por ello, la *Issuing Houses Association* trató de regular el procedimiento de las opas de manera que la oferta se planteara al consejo de administración de la sociedad opada —sin perjuicio de que sus destinatarios fueran los accionistas— y que aquél informara a los accionistas, dejándoles tiempo suficiente para valorar las bondades de la opa, y entonces les facilitara su opinión sobre la misma<sup>4</sup>. Las Directrices reconocieron expresamente la facultad de los administradores de recomendar el rechazo de la opa, siempre y cuando no impidieran al oferente contactar directamente a los accionistas para plantearles el negocio proyectado y justificaran debidamente su recomendación. Por último, las Directrices impusieron a los administradores la obligación de facilitar información completa acerca de cualquier remuneración que se les hubiera acordado en el contexto de la opa, si bien tal obligación no se explicaba entonces por la potencial existencia de conflictos de interés, sino

---

los conflictos de interés en el Derecho societario español, ya ha sido presentada, aunque con menor desarrollo y extensión, en RUBIO ROA, M., “Consejeros en conflicto de interés e informe de la sociedad opada”, *op. cit.*

<sup>2</sup> *Issuing Houses Association: Notes on Amalgamation of British Businesses*, 1959. *Vid supra* “Origen del deber de pasividad: la *passivity rule* británica”.

<sup>3</sup> Terminología empleada por ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, *op. cit.*, p. 353.

<sup>4</sup> De la redacción de las Directrices no queda claro si se pretende que tal opinión se emita al tiempo de informar a los accionistas de la opa o con posterioridad, una vez transcurrido el tiempo suficiente para que los accionistas puedan valorar la oferta. Se emplea el término “*then*”, que significa tanto “en ese momento” como “a continuación”: “[The board] should inform its shareholders of the offer as soon as reasonably possible. The Board should be given sufficient time in which to assess the merits of the offer, and should then give its views to its own shareholders” (el subrayado es nuestro).

por la necesidad de analizar detalladamente los pagos vinculados a los recortes de plantilla. La obligación de los administradores de informar acerca de sus opiniones sobre la opa se trasladó posteriormente al *City Code on Takeovers and Mergers*, elaborado en 1968 en sustitución de las referidas Directrices<sup>5</sup>, y se ha mantenido vigente hasta hoy.

## 2. Expansión de la obligación e introducción en el ordenamiento español

El desarrollo de otros ordenamientos de nuestro entorno en materia de opas con anterioridad a la Directiva de Opas refleja una fuerte influencia británica. Como ya hemos visto, diversas jurisdicciones consagraron la primacía accionarial y la consiguiente regla de pasividad de los administradores de la sociedad afectada desde los años sesenta. En la misma línea, distintos ordenamientos como el francés, el belga, el italiano o el holandés fueron introduciendo paulatinamente el principio de completa información y, específicamente, el deber de los administradores de garantizar su observancia y emitir sus consideraciones sobre la opa<sup>6</sup>.

En España, la elaboración de un informe sobre la opa por los administradores de la sociedad afectada se abordó por primera vez en 1980, en el artículo 8 del Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, que establecía la obligación de formalizar las opas ante la junta sindical de cualquier Bolsa de Valores en la que los valores afectados estuvieran admitidos a negociación y presentar, junto con otra documentación, una declaración del número de títulos de la sociedad oferente y la afectada que previamente poseyeran los consejeros y directores de la afectada o ciertas personas vinculadas a ellos, siempre que la opa se hiciera con el previo informe favorable de la sociedad afectada. Tal norma se mantuvo intacta en el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, que vino a sustituir al Real Decreto 1848/1980. Ninguno de los dos textos legales imponía la obligación de elaborar tal informe, pero ambos preveían la posibilidad de hacerlo, aunque la referencia se hiciera en el contexto de una norma procedimental (la documentación a aportar) y se ciñera a los informes en sentido favorable a la opa<sup>7</sup>.

La obligación de emitir un informe sobre la opa se introdujo en el ordenamiento español con la publicación de la LMV en 1988. En concreto, se introdujo en el Capítulo V del Título IV de la citada ley una breve regulación de las opas de apenas dos artículos en la que no se mencionaba el referido informe, pero se habilitaba al ejecutivo para desarrollar

---

<sup>5</sup> JOHNSTON, A., “Takeover regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code”, *op. cit.*, pp. 442-443, afirma que la introducción de la obligación de los administradores de opinar sobre la opa supuso una considerable mejora frente al Derecho societario británico de entonces, que imponían a los administradores sendos deberes de honestidad y no engaño en caso de emitir una opinión tal, pero no otorgaban carácter preceptivo a ésta.

<sup>6</sup> Vid ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, *op. cit.*, pp. 383 y ss.

<sup>7</sup> Hemos explicado que la regulación anterior a la LMV no se ocupaba de las normas de conducta aplicables a los sujetos intervinientes en una opa; únicamente se concebía este tipo de operaciones como una técnica de contratación bursátil especial y, en consecuencia, su regulación se ceñía a aspectos puramente procedimentales. Sin embargo, la experiencia en materia de opas en España en los años ochenta demostró la conveniencia de regular la dimensión societaria de este tipo de operaciones.

reglamentariamente determinadas cuestiones y, en general, “*los demás extremos cuya regulación se [juzgara] necesaria*”. En virtud de este mandato se promulgó el RD 1197/1191, que introdujo en el ordenamiento español la obligación del órgano de administración de la sociedad afectada de redactar un informe detallado sobre la opa (artículo 20)<sup>8</sup>.

De conformidad con lo previsto en el apartado primero de dicho precepto, el informe debería contener las observaciones del órgano de administración de la sociedad afectada a favor o en contra de la opa y manifestar expresamente la existencia de algún acuerdo entre la sociedad afectada o sus administradores y el oferente, así como la opinión de los administradores de la sociedad afectada respecto de la opa y su intención de aceptarla por aquellas acciones de las que fueran titulares. Todos los contenidos impuestos por el RD 1197/1991 están hoy incluidos en la regulación del deber de elaborar el informe (artículo 24 del RD de Opas), si bien han sido ampliados para abarcar los aspectos que tratamos más adelante.

El artículo 20.2 del RD 1197/1991 imponía la publicación del informe en el plazo máximo de diez días hábiles desde la fecha de recepción por el órgano de administración de la sociedad afectada de la comunicación del acuerdo de autorización de la opa por la CNMV<sup>9</sup>. Aunque la duración del plazo es *a priori* idéntica a la actual (diez días), el *dies a quo* recortaba el plazo efectivo del órgano de administración para elaborar el informe, puesto que tal plazo empezaba a correr desde el conocimiento de la autorización de la opa de boca de la autoridad competente. En contraste, hoy el plazo computa desde la fecha de inicio del plazo de aceptación, que comienza el primer día hábil siguiente a la publicación del anuncio de la opa (que, a su vez, puede publicarse en el plazo de cinco días hábiles desde la notificación de la autorización de la opa al oferente por la CNMV. En suma, desde la notificación de la autorización hasta el *dies a quo* para elaborar el informe pueden transcurrir hasta seis días hábiles.

Por otra parte, el artículo 20.2 del RD 1197/1991 establecía que la publicación del informe debía realizarse “*en cualquiera de las formas previstas en el artículo 18.1*” del mismo texto legal. Este precepto obligaba a publicar el anuncio de la opa en el BORME, el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores donde los valores objeto de la opa estuvieran admitidos a negociación y dos periódicos como mínimo, uno de difusión nacional y otro de entre los de mayor circulación en el domicilio de la sociedad afectada. Entendemos que la remisión a “*cualquiera de las formas*” suponía que el informe había de publicarse o bien en el BORME, o bien en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores donde los valores objeto de la opa estuvieran admitidos a negociación o bien en dos periódicos como mínimo, uno nacional y el

---

<sup>8</sup> Para un análisis del artículo 20 del RD 1197/1991, DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, op. cit., pp. 124 y ss.; y DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, op. cit., pp. 524 y ss.

<sup>9</sup> DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, op. cit., p. 528, explican que los días deben considerarse hábiles por aplicación de la Ley de Procedimiento Administrativo.

otro de gran circulación en el lugar del domicilio. El hecho de que los dos periódicos estén agrupados nos induce a pensar que una de las “*formas*” es la publicación en prensa, pero se exige para su validez la publicación en sendos periódicos.

Detrás de tal obligación de difusión subyace, a nuestro juicio, la idea de que los destinatarios del informe de los administradores no son meramente los titulares de valores objeto de la opa en el momento de emisión del informe, sino el público en general. Ello es así porque el lanzamiento de una opa no paraliza la negociación de los valores afectados en el mercado, de manera que los destinatarios de la opa son cambiantes hasta el momento en que su aceptación deviene irrevocable. Hasta entonces, cualquier inversor podrá adquirir los valores y, con ellos, la competencia para valorar las bondades de la opa y decidir sobre su aceptación o rechazo. Por ello, el público en general, y cualquier potencial inversor en particular, podrá estar interesado en conocer la opinión de los administradores acerca de la oferta para, llegado el caso, poder adoptar la referida decisión con pleno conocimiento de causa<sup>10</sup>.

Por último, el artículo 20.2 del RD 1197/1991 obligaba a remitir el informe a la CNMV y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada antes de su publicación. Entendemos la reserva de la primicia a la CNMV, pues nos parece razonable que la autoridad supervisora, sin capacidad de revisar el informe *ex ante* pero con facultad de examinarlo *ex post* en atención precisamente a su condición de supervisor, acceda al informe en primera instancia<sup>11</sup>. En cambio, no lo entendemos respecto de los trabajadores, pues la obligación no se complementaba —como se hace ahora— con un derecho de los trabajadores de opinar, matizar o completar el informe elaborado por el órgano de administración.

### 3. Tratamiento de la obligación durante la tramitación de la Directiva de Opas

En el capítulo relativo al deber de pasividad, hemos descrito el tedioso proceso de elaboración de la Directiva de Opas, que se extendió durante más de quince años y que culminó con la confección de una norma de mínimos, fracasando así en el intento de aproximar las distintas regulaciones nacionales en materia de opas<sup>12</sup>. En el presente apartado, analizamos la regulación del principio de información y, concretamente, de la obligación del órgano de administración de la sociedad afectada de pronunciarse sobre la opa, en los distintos documentos elaborados durante la tramitación de la Directiva de Opas y ya citados en este trabajo.

---

<sup>10</sup> Así, ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, op. cit., pp. 388 y ss.

<sup>11</sup> DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, op. cit., p. 127, afirma que la CNMV debe comprobar que el informe contiene todas las menciones exigidas en la ley antes de incorporarlo a los registros oficiales.

<sup>12</sup> *Vid supra* “La Directiva de Opas: un intento de aproximación”.

### 3.1. El Informe Pennington

Ya en 1974, el Informe Pennington elaborado a instancias de la Comisión de las Comunidades Europeas estableció por primera vez la conveniencia de regular a nivel europeo la facultad del órgano de administración de la sociedad afectada de recomendar a sus accionistas el rechazo de la opa y de publicar información y argumentos de soporte de tal recomendación<sup>13</sup>. El Informe Pennington tenía un marcado influjo británico debido al mayor desarrollo tanto del mercado de opas como de la regulación en dicha jurisdicción. Así, reflejaba las normas de conducta previstas en el *City Code*, entre las que se incluían el deber de pasividad y el deber de los administradores de pronunciarse sobre la opa. Llama la atención, no obstante, que el Informe Pennington plantease el pronunciamiento de los administradores como una mera facultad mientras que el *City Code* (y, antes, las Directrices de 1959), imponía una auténtica obligación en este sentido<sup>14</sup>.

### 3.2. Primera Propuesta de Directiva

En la primera Propuesta de Directiva de Opas en materia de opas presentada por la Comisión Europea el 19 de enero de 1989<sup>15</sup>, que sería retirada por la propia Comisión en febrero de 1996, se consagraba la necesidad de proporcionar información adecuada a los destinatarios de la opa. A la luz de este principio, se imponía al oferente la obligación de elaborar un folleto explicativo de la oferta, con contenido tasado y sujeto a la supervisión de la autoridad competente, y al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada la obligación de elaborar un informe detallado en el que se recogieran (i) sus observaciones sobre la opa y los argumentos a favor o en contra de la misma, (ii) los acuerdos con respecto a la opa existentes, en su caso, entre el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente y los acuerdos relativos al ejercicio de los derechos de voto correspondientes a los títulos de la sociedad afectada y (iii) en el caso de que la contraprestación de la opa incluyera títulos no admitidos a negociación, un informe elaborado por un perito independiente acerca de la adecuación o razonabilidad de la contraprestación, incluyendo un juicio sobre los métodos de valoración utilizados para determinar dicha contraprestación (artículo 14 de la Propuesta).

La Propuesta de Directiva de Opas preveía la difusión del informe por los mismos medios que el folleto —esto es, (a) su publicación en uno o varios periódicos de difusión nacional o amplia y en el boletín nacional, (b) su puesta a disposición de los destinatarios de la opa en los lugares indicados en el anuncio publicado en los medios referidos en el apartado (a)

---

<sup>13</sup> *Vid supra* “El Informe Pennington”.

<sup>14</sup> Téngase en cuenta que tanto las Directrices como el *City Code* eran autorregulaciones de las Bolsas de Valores sin rango legal, de suerte que su *enforcement* estaba ligado al poder y facultades sancionadores de las autoridades británicas competentes.

<sup>15</sup> DOCE C-64 de 14 de marzo de 1989, pp. 8 y ss. Acerca de la tramitación de esta Propuesta de Directiva de Opas, focalizando en el tratamiento del deber de pasividad, *vid supra* “Primera Propuesta de Directiva, retirada”.

anterior u otros medios equivalentes debidamente autorizados o (c) su envío a todos los destinatarios, cuando todos los valores objeto de la opa fueran nominativos— y su remisión a la autoridad competente, todo ello con antelación suficiente antes de la expiración del plazo de aceptación. La Propuesta contemplaba asimismo la posibilidad de incorporar el informe al folleto del oferente si así lo acordaban las partes. Además, se incluía la obligación de remitir el folleto y el informe del órgano de administración a los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada, aunque no se especificaba el plazo (artículo 19 de la Propuesta).

En el dictamen elaborado por el Comité Económico y Social<sup>16</sup>, como hemos explicado ya, se valoró positivamente la Propuesta de Directiva aunque se comentó la necesidad conceder cierta flexibilidad a las autoridades nacionales responsables de la reglamentación. En cuanto al informe del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada, el Comité propuso limitar la obligación de indicar los acuerdos existentes a aquellos de los que tuviera conocimiento el autor del informe y supeditar su publicación a la previa obtención de un certificado de control (de la autoridad competente, entendemos). Además, respecto al artículo 19 de la Propuesta, el Comité mencionó la necesidad, en caso de opa, de proporcionar la información de relevancia a los representantes de los trabajadores de la sociedad destinataria y garantizar la difusión de información idéntica y con carácter simultáneo al personal y los accionistas. El Comité también sugirió obligar al órgano de administración a presentar a los trabajadores un informe actualizado sobre el desarrollo de la operación y discutir todos los aspectos de la misma con sus representantes y animó, en caso de oferta hostil, a difundir la información incluso antes de iniciarse la fase pública.

Por su parte, el Parlamento Europeo introdujo veintiuna enmiendas al articulado de la Propuesta de Directiva<sup>17</sup>. En relación con el informe, tan solo añadió la facultad de los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada de emitir su opinión acerca de la opa, para lo cual podrían recurrir a expertos de su elección. Tal opinión (u opiniones, en caso de existir distintos puntos de vista) habría de ser publicada por los mismos medios que el informe del órgano de administración. Respecto a la información de los trabajadores, el Parlamento propuso extender tal obligación al órgano de administración o dirección del oferente e incluir el deber de comunicar una evaluación de las consecuencias previsibles para la situación laboral de los trabajadores en caso de éxito de la opa.

Estas enmiendas no fueron recogidas en la Propuesta de Directiva modificada que la Comisión Europea presentó al Consejo y al Parlamento Europeo el 10 de septiembre de 1990<sup>18</sup>. En dicha Propuesta, la Comisión modificó sustancialmente el contenido obligatorio del informe, ahora denominado dictamen, ciñéndolo a: (i) un dictamen motivado de la oferta y cada

---

<sup>16</sup> DOCE C-298 de 27 de noviembre de 1989, pp. 57 y ss.

<sup>17</sup> DOCE C-38 de 19 de febrero de 1990, pp. 41 y ss.

<sup>18</sup> DOCE C-240 de 26 de septiembre de 1990, pp. 7 y ss.

revisión de la misma; (ii) la existencia de los acuerdos relativos a la oferta o al ejercicio de los derechos de voto, tal y como se establecía en el primer borrador de Propuesta, pero limitados a aquellos conocidos por el autor del dictamen en línea con la propuesta del Comité Económico y Social; y (iii) la intención de los miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada que tuvieran títulos afectados por la opa de aceptarla. Se eliminó la obligación de acompañar un informe de perito independiente en determinados supuestos y no se incluyó la facultad de los trabajadores de emitir sus opiniones sobre la opa. Respecto a la publicación del dictamen, se suprimió la posibilidad de incorporarlo al folleto del oferente y se especificó la no suspensión de la opa por incumplimiento de tal obligación. En cuanto a la información a los trabajadores, la Comisión añadió un plazo para ello: “*a la mayor brevedad*”.

El Comité Económico y Social emitió un dictamen adicional sobre la Propuesta revisada en el que no se pronunció sobre dichas modificaciones ni la información a los trabajadores<sup>19</sup>.

La propia Comisión retiró la Propuesta de Directiva de Opas en febrero de 1996 ante la ausencia de acuerdo de los Estados miembros y las instituciones europeas al respecto.

### 3.3. Segunda Propuesta de Directiva

En la segunda Propuesta de Directiva de Opas presentada por la Comisión Europea el 7 de febrero de 1996<sup>20</sup>, planteada ya como un marco de principios comunes y un reducido número de requisitos generales, se recogió como principio rector de la normativa de opas, de obligada observancia por todos los Estados miembros, la disposición por los destinatarios de la opa de tiempo e información suficiente para poder adoptar una decisión sobre la misma con pleno conocimiento de causa (artículo 5.1.b) de la Propuesta). En línea con este principio, se mantuvo la obligación del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de elaborar y publicar un documento con sus opiniones acerca de la opa, así como los motivos en los que éstas se fundamentaran (artículo 8.b) de la Propuesta). La desregulación del contenido de la obligación y, particularmente, del contenido del dictamen, era coherente con el nuevo planteamiento de la Directiva de Opas como una norma de mínimos, cuyo desarrollo correspondería a cada Estado miembro en atención a sus regímenes nacionales y su contexto cultural. Por otra parte, esta segunda Propuesta omitió cualquier referencia a la información a los trabajadores de la sociedad afectada.

El Comité Económico y Social emitió un dictamen el 11 de julio de 1996 en el que lamentó que no se hubieran tenido en cuenta sus recomendaciones emitidas en 1989 respecto a la necesaria información y consulta a los trabajadores<sup>21</sup>. Por su parte, el Parlamento Europeo

---

<sup>19</sup> DOCE C-102 de 18 de abril de 1991, pp. 49 y ss. Para más detalles acerca de su tramitación y evolución desde la perspectiva del deber de pasividad, *vid supra* “Segunda Propuesta de Directiva, rechazada”.

<sup>20</sup> DOCE C-162 de 6 de junio de 1996, pp. 5 y ss.

<sup>21</sup> DOCE C-295 de 7 de octubre de 1996, pp. 1 y ss.

propuso incluir, en los considerandos de la Directiva, la obligación de facilitar información a los trabajadores y, en su articulado, la obligación de consultar a los representantes de los trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores antes de finalizar el dictamen sobre la opa —con la finalidad, entendemos, de recabar su opinión e incluirla en el documento—<sup>22</sup>. La Comisión recogió en su Propuesta de Directiva modificada la primera enmienda del Parlamento Europeo no solo en los considerandos, sino también en el articulado, pero no incluyó ninguna modificación en relación con el dictamen de la sociedad afectada<sup>23</sup>.

El Consejo adoptó una posición común por unanimidad el 19 de junio de 2000<sup>24</sup>. En ésta, se consagró el principio general de información a los destinatarios de la opa ya previsto en la segunda Propuesta de Directiva de Opas; se incluyó como contenido obligatorio del dictamen del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada su parecer sobre las repercusiones de la opa en todos los intereses de la sociedad afectada, incluido en empleo; y se impuso a los Estados miembros el deber de velar por que toda la documentación de la opa se hiciera pública de forma que tanto los destinatarios de la opa como los trabajadores o sus representantes pudieran acceder a ella fácil y rápidamente. La posición común del Consejo fue objeto de quince enmiendas por el Parlamento Europeo, de las que una versaba sobre el dictamen sobre la opa: se proponía que se adjuntara al mismo cualquier opinión que formularan los representantes de los trabajadores<sup>25</sup>. Como hemos explicado, el Consejo acudió al procedimiento de conciliación para tratar de desbloquear la tramitación de esta norma. No obstante, en el texto de conciliación, que fue rechazado por empate a 273 votos el 4 de julio de 2001<sup>26</sup>, únicamente se aceptaron tres enmiendas del Parlamento Europeo y parte de otra. En particular, se rechazó la enmienda al dictamen del órgano de administración o dirección por considerar que *“una lista demasiado detallada no tiene lugar en una directiva marco, porque implica siempre el riesgo de no ser exhaustiva”* y que la enmienda hacía *“más bien referencia al derecho social, que ya está regulado por otras directivas [...]”*<sup>27</sup>.

### 3.4. El Informe Winter

El Informe Winter, elaborado en 2002 por el Grupo de Expertos de Alto Nivel de Derecho de Sociedades para proponer soluciones a los problemas suscitados en la tramitación de la Directiva de Opas, no abordó específicamente la obligación del órgano de administración de la

---

<sup>22</sup> DOCE C-222 de 21 de julio de 1997, pp. 20 y ss.

<sup>23</sup> DOCE C-378 de 13 de diciembre de 1997, pp. 10 y ss.

<sup>24</sup> DOCE C-23 de 24 de enero de 2001, pp. 1 y ss. Para un apunte sobre la posición común alcanzada, ALONSO UREBA, A., PALÁ LAGUNA, R., “La posición común de la Unión Europea en materia de OPAS (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)”, *op. cit.*, pp. 2498 y ss.

<sup>25</sup> DOCE C-232 de 17 de agosto de 2001, pp. 168 y ss.

<sup>26</sup> DOCE C-65 de 14 de marzo de 2002.

<sup>27</sup> COM (2001) 77 final.



sociedad afectada de emitir un dictamen sobre la oferta ni la información a los trabajadores<sup>28</sup>. No obstante, al hilo del principio de libre decisión de los accionistas, del que emana la obligación de los administradores de compartir con ellos sus consideraciones sobre la opa, se afirmó que “[el principio de libre decisión de los accionistas y la prohibición de los administradores frustrar o paralizar la oferta] *no significa que el consejo no tenga responsabilidad en absoluto en el contexto de una OPA. El conocimiento de la realidad societaria por parte del Consejo, y la responsabilidad de éste en la estrategia y en los asuntos diarios de la sociedad, le permiten y exigen aconsejar a los accionistas sobre la oferta pública de adquisición. El Consejo deberá expresar sus opiniones sobre las consecuencias de la oferta para la sociedad y su negocio y sobre la conveniencia de las condiciones de la oferta para los accionistas*” (p. 288). En esencia, el Informe Winter estaba consolidando el dictamen del órgano de administración de la sociedad afectada como mecanismo de tutela del derecho de los destinatarios de la opa a decidir sobre la misma y, por tanto, el principio de información como derivada del principio fundamental de libre decisión de los accionistas<sup>29</sup>.

### 3.5. Tercera Propuesta de Directiva

La tercera Propuesta de Directiva de Opas presentada en 2002 por la Comisión Europea reiteró como principio rector el de información suficiente y a tiempo a los destinatarios de la opa para permitirles la adopción de una decisión con conocimiento de causa y mantuvo la obligación del órgano de administración de emitir un dictamen motivado sobre la opa<sup>30</sup>. Como novedad respecto a sus propuestas anteriores, la Comisión aceptó que los trabajadores de la sociedad afectada elaboraran su propio dictamen sobre las repercusiones de la oferta en el empleo, que habría de ser incorporado, en su caso, al del órgano de administración (artículo 9.5 de la Propuesta). Asimismo, se mantuvo la obligación de comunicar a los trabajadores tanto el referido dictamen del órgano de administración como el folleto explicativo de la oferta elaborado por el oferente y se estableció, con el fin de “*responde[r] al interés de algunos diputados del Parlamento Europeo por la protección de los trabajadores de las sociedades que intervienen en ofertas públicas de adquisición (la oferente y la afectada)*”, que la información y consulta a los trabajadores se regiría por las normas comunitarias y nacionales aplicables sin perjuicio de lo dispuesto en la Propuesta de Directiva de Opas (artículo 13 de la Propuesta).

El Comité Económico y Social Europeo valoró positivamente la Propuesta en general y el artículo 13 en particular. Respecto al artículo 9.5, propuso que el órgano de administración o

---

<sup>28</sup> Informe Winter, pp. 277 y ss. Recordamos que las áreas de trabajo consistían en si podía crearse un *level playing field* para los accionistas en la Unión Europea y hasta qué punto debía crearse, cómo determinar el precio equitativo de una opa obligatoria y cómo incluir un procedimiento de venta forzosa para los accionistas minoritarios. *Vid supra* “El Informe Winter”.

<sup>29</sup> Los dos principios fundamentales en materia de opas son, según el Informe Winter, el de libre decisión de los accionistas y el de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control.

<sup>30</sup> DOUE C-45 de 25 de febrero de 2003, pp. 1 y ss. *Vid supra* “Tercera Propuesta de Directiva, aprobada”.

dirección de la sociedad afectada informara y consultara de forma detallada y exhaustiva a los representantes del personal (o en su defecto directamente al personal) antes de dar por finalizado su informe y, por tanto, de publicarlo<sup>31</sup>. Tal modificación no sería acogida en la versión final de la Directiva de Opas que, tras otra ronda de enmiendas del Parlamento Europeo e intensos debates entre los representantes de los Estados miembros, fue aprobada el 21 de abril de 2004.

### **3.6. Resultado de la Directiva de Opas: armonización de la esencia de la obligación**

La Directiva de Opas no incluyó la obligación del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada por una opa de pronunciarse sobre la misma en el juego de opciones y excepciones creado para la transposición del deber de pasividad, de la regla de neutralización y del principio de reciprocidad (artículo 12 de la Directiva de Opas). Todos los Estados miembros quedaron obligados a transponer esta norma en sus jurisdicciones con carácter imperativo. No obstante, al haberse concebido la Directiva de Opas como una norma de mínimos, se limitó la regulación comunitaria de esta obligación a su contenido esencial, facultándose a los Estados miembros para desarrollarla como consideraran oportuno en atención a sus ordenamientos nacionales. Como consecuencia, y de un planteamiento normativo equivalente en lo que se refiere al folleto explicativo de la oferta (artículo 8 de la Directiva de Opas), se logró una relativa armonización normativa en materia de suministro de información en el contexto de una opa y, con ello, una relativa armonización del grado de protección de los destinatarios de las opas formuladas en el seno de la Unión Europea en lo referente a la toma de una decisión informada sobre la idoneidad de la opa.

Desde la perspectiva laboral, también se armonizaron las obligaciones mínimas de información a los trabajadores en el contexto de una opa, si bien la regulación general de la información y consulta a los mismos se atribuyó expresamente a las normas nacionales pertinentes y, en particular, a las derivadas de las Directivas comunitarias promulgadas en la materia (respecto de cuya armonización no nos pronunciamos por quedar su análisis fuera del ámbito de este trabajo).

## **III. FORMULACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA**

### **1. Cuestión previa: ley aplicable**

Los artículos 4 de la Directiva de Opas y 1.3 del RD de Opas, que establecen normas de conflicto para cada aspecto de las opas transfronterizas, no se pronuncian acerca del informe

---

<sup>31</sup> DOUE C-208 de 3 de septiembre de 2003, pp. 55 y ss.

del órgano de administración. En este trabajo, presumiremos que es de aplicación la *lex mercatus* (la del mercado en que cotizan los valores), frente a la *lex societatis* (la del domicilio social de la sociedad afectada), en línea con la postura defendida por algunos autores cuyos argumentos consideramos acertados. En esencia, se invoca la función informativa del informe, que debe complementar la información vertida por el oferente a través del folleto explicativo de la opa e ilustrar la decisión sobre la opa que deben tomar los destinatarios de la misma; siendo así, se arguye que el informe obedece más a motivos de mercado que societarios<sup>32</sup>. En consecuencia, aplicará la ley española al informe que deba publicar el órgano de administración de una sociedad, cualquiera que sea su nacionalidad, cuyas acciones estén admitidas a negociación en las Bolsas de Valores españolas y sobre la que se formule una opa. No obstante, el procedimiento de aprobación del informe y, en general, la adopción de los acuerdos sociales en el seno de la sociedad afectada continuará rigiéndose por la ley de su domicilio social. Así, el Derecho societario español será exclusivamente aplicable a la preparación y aprobación del informe del órgano de administración de sociedades de nacionalidad española.

## 2. La obligación de publicar un dictamen en la Directiva de Opas

La obligación del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de emitir un dictamen motivado sobre la opa está regulada en el artículo 9.5 de la Directiva de Opas y se configura como la segunda de las dos obligaciones que esta norma impone al referido órgano (siendo la primera el deber de pasividad). El artículo 9.5 formula dicha obligación como sigue: “[e]l órgano de administración o dirección de la sociedad afectada redactará y hará público un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta, en particular, en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, y a los planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de oferta con arreglo a la letra i) del apartado 3 del artículo 6 sobre la sociedad afectada y sus repercusiones probables en el empleo y la localización de los centros de actividad.” Así pues, se obliga al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada a pronunciarse por escrito y públicamente sobre la opa y a exponer las razones que motiven sus opiniones.

La referencia al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada debe interpretarse, del mismo modo que en la interpretación del alcance subjetivo del deber de pasividad, como el órgano de administración de las sociedades con sistema de administración monista y el de dirección en las sociedades con sistema dualista<sup>33</sup>.

En particular, se exige al órgano en cuestión que emita su parecer sobre la opa desde la perspectiva empresarial o industrial de la misma. La opinión de los administradores no puede

---

<sup>32</sup> NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., LÓPEZ HERNÁNDEZ, A., “Ofertas públicas de adquisición transnacionales. Autoridad competente y derecho aplicable desde un punto de vista práctico”, *op. cit.*

<sup>33</sup> *Vid supra* “Los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada”.

circunscribirse a una valoración financiera de la oferta (es más, según la dicción literal de la norma, ésta ni siquiera se solicita). Al contrario, se impone a los administradores la tarea de valorar el impacto que causaría la opa en las distintas áreas de la sociedad afectada en caso de prosperar, así como las intenciones del oferente para con la sociedad afectada manifestadas en el folleto. El objetivo es que los administradores se pongan en los zapatos del accionista no aceptante de la opa y emitan un juicio fundado en una visión de creación de valor a largo plazo, más allá de emitir una mera recomendación al inversor en busca de rentabilidad a corto plazo en los mercados<sup>34</sup>. Además, el artículo 9.5 de la Directiva de Opas refleja una especial preocupación por la repercusión de la opa en el empleo y exige expresamente al órgano de administración que se pronuncie al respecto.

A continuación, el referido precepto obliga al órgano de administración de la sociedad afectada a “[comunicar] *al mismo tiempo dicho dictamen a los representantes de los trabajadores de la sociedad o, en su defecto, directamente a los trabajadores*” y, “[c]uando [...] *reciba oportunamente un dictamen distinto de los representantes del personal en cuanto a las repercusiones sobre el empleo*”, a adjuntarlo a su propio dictamen. La primera norma está indudablemente encaminada a garantizar el derecho de información de los trabajadores de la sociedad afectada. Por su parte, la segunda pretende conceder un derecho de voz a los trabajadores con la doble finalidad de (i) tutelar el derecho de los destinatarios de la opa a decidir con pleno conocimiento de causa —pues este derecho se verá reforzado al complementarse las informaciones vertidas por el oferente y por el órgano de administración con las de otro grupo de interés relevante, el personal—, y, también y sobre todo, (ii) proteger los derechos de los trabajadores ante la circunstancia excepcional que supone un potencial cambio de control o concentración económica. En definitiva, subyace a ambas normas la intención de proteger a los trabajadores de la sociedad afectada por una opa.

Respecto a la obligación de adjuntar el dictamen de los representantes de los trabajadores, creemos que el término “*distinto*” no se refiere a que el contenido de ambos dictámenes difiera. Prueba de ello es que la versión inglesa de la Directiva de Opas emplea el término “*separate*”. “[D]*istinto*” debe pues interpretarse conforme a su primera acepción según la Real Academia Española: “que no es lo mismo, que tiene realidad o existencia diferente de aquello otro de que se trata”. De lo contrario, el órgano de administración se erigiría en juez de la opinión de los trabajadores o, concretamente, de la similitud de ésta con la suya propia, y en decisor sobre la publicación o no del dictamen de este colectivo. En contraste, los legisladores francés y sueco sí han interpretado el término “*distinct*” como “de diferente contenido”, pues obligan a incluir en el informe de los administradores las observaciones de los representantes de los trabajadores o, en su defecto, de los propios trabajadores cuando estén disponibles y difieran de la opinión del órgano de administración o de vigilancia.

---

<sup>34</sup> Vid *supra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

### 3. La obligación de publicar un informe en el ordenamiento español

El artículo 9.5 de la Directiva de Opas se recogió en el tercer apartado del artículo 60 *bis* de la LMV (hoy sustituido por el cuarto apartado del artículo 134 del TRLMV), que establece que “[e]l órgano de administración de la sociedad afectada deberá publicar un informe detallado sobre la oferta en los términos y plazos que se establezcan reglamentariamente”<sup>35</sup>. La obligación de los administradores de la sociedad afectada de pronunciarse sobre la opa también se configuró en Derecho español como una de las dos obligaciones esenciales de éstos durante el transcurso de este tipo de operaciones (siendo la otra el deber de pasividad).

La redacción del artículo 60 *bis* de la LMV se separa de la norma comunitaria por influencia indudable del RD 1197/1991, cuya regulación del informe del órgano de administración comenzaba de manera idéntica<sup>36</sup>, desarrollándose a continuación el contenido y medios de difusión del informe. Probablemente por ello el legislador español no incluyó referencia alguna a la posibilidad de que la sociedad afectada tuviera un sistema de administración dual y, por tanto, constara de un órgano no de administración, sino de dirección<sup>37</sup>. Y quizá también por ello el legislador español definió el documento del órgano de administración como un “informe”, frente a un “documento que recoja su dictamen” o, simplemente, un dictamen. Desde el punto de vista hermenéutico, la diferencia no es vana, puesto que un informe se define como una “descripción, oral o escrita, de las características y circunstancias de un suceso o asunto”, mientras que un dictamen consiste en una “opinión y juicio que se forma o emite sobre algo”<sup>38</sup>. Por lo tanto, el contenido de un informe puede ceñirse a una descripción puramente objetiva de su objeto mientras que un dictamen exige una valoración subjetiva por parte de su autor. En el caso que nos ocupa, la elección del legislador comunitario es indudablemente más acorde con el objetivo perseguido por la norma —a saber, obligar a los administradores de la sociedad afectada a asesorar a sus destinatarios en la toma de decisión al respecto—. No obstante, el desarrollo reglamentario del artículo 60 *bis* de la LMV solventaría este error, no corrigiendo el término empleado, sino incluyendo el elemento subjetivo como contenido preceptivo del informe<sup>39</sup>.

---

<sup>35</sup> Recordamos que la Directiva de Opas fue transpuesta al ordenamiento español mediante la Ley 6/2007, que dio nueva redacción al Capítulo V del Título IV de la antigua LMV y mandató al ejecutivo para su desarrollo reglamentario, en virtud de lo cual se publicó el RD de Opas.

<sup>36</sup> “El órgano de administración de la sociedad afectada deberá publicar un informe detallado sobre la oferta pública de adquisición”.

<sup>37</sup> Referencia expresamente incluida en los apartados relativos al deber de pasividad, considerando la posibilidad de que la sociedad afectada fuera una sociedad anónima europea, y en el propio título del artículo 60 *bis* de la LMV.

<sup>38</sup> Primera y tercera acepción de cada término, respectivamente, según la Real Academia Española.

<sup>39</sup> De hecho, ya en la Exposición de Motivos del RD de Opas se capturó la esencia del informe de los administradores al decirse que éstos quedaban obligados a publicar “un informe con su opinión sobre la [oferta]”.

Por otra parte, el inciso final del precepto (“*en los términos y plazos que se establezcan reglamentariamente*”) refleja la interiorización por parte del legislador español de la relevancia del elemento temporal. El artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas plasmó la necesidad de conceder a los destinatarios tiempo suficiente para poder adoptar una decisión informada acerca de la opa y, por tanto, la necesidad de facilitar toda la información relevante al efecto con antelación. De ahí que se mandatara expresamente al Gobierno para fijar tal plazo por la vía reglamentaria; de ahí, y de la intención de subsanar la laguna creada por la ausencia de regulación al respecto en la normativa española anterior.

La transposición de esta obligación fue absolutamente pacífica, sin que se solicitara ninguna modificación al respecto entre el primer Proyecto de Ley presentado por el Congreso de los Diputados el 20 de octubre de 2006 y el texto definitivo aprobado por las Cortes el 4 de abril de 2007<sup>40</sup>.

El apartado tercero del artículo 60 *bis* de la LMV fue posteriormente desarrollado mediante el artículo 24 del RD de Opas. Tal norma vino a regular el contenido mínimo del informe (apartado primero) y los medios y plazos para su difusión al público y comunicación a la autoridad competente y a los representantes de los trabajadores (apartado segundo), cuestiones todas ellas que analizaremos más adelante. Además, el segundo apartado recogió fielmente la última obligación impuesta en el artículo 9.5 de la Directiva de Opas, que suponía una auténtica novedad en el ordenamiento español: la obligación del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de adjuntar a su informe el dictamen recibido, en su caso, de los representantes de los trabajadores en cuanto a las repercusiones sobre el empleo<sup>41</sup>.

Por último, la obligación de publicar un informe sobre la opa surge en relación con toda opa que es autorizada por la CNMV, ya sea inicial o competidora, así como con toda modificación de cualquier oferta ya anunciada que la CNMV apruebe también. El artículo 31.6 del RD de Opas establece que será de aplicación a la modificación de las características de la opa lo dispuesto en el artículo 24 del RD de Opas. En consecuencia, en caso de que se modifique una opa respecto de la que ya se haya pronunciado el órgano de administración de la sociedad afectada, éste deberá emitir un nuevo informe en el que tenga en consideración las modificaciones introducidas. Y, en el caso de que la modificación de las características de la opa se autorice —o, incluso, se anuncie— con anterioridad a la publicación del informe del órgano de administración en relación con las características iniciales de la opa, entendemos que este órgano podría ceñirse a emitir su opinión acerca de la opa modificada, sin que resulte

---

<sup>40</sup> Los documentos que integran el proyecto parlamentario de la Ley 6/2007 están disponibles en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, VIII Legislatura, Congreso, serie A, número 108 (<http://www.congreso.es/portal/page/portal/Congreso/Congreso/Publicaciones/IndPub>) y Senado, serie II, número 86 (<http://www.senado.es/web/actividadparlamentaria/actualidad/agenda/index.html> [fecha de consulta de ambos: 25 de noviembre de 2017]).

<sup>41</sup> Nos remitimos a nuestras reflexiones sobre el término “*distinto*” realizadas en el apartado anterior.

necesario valorar las características iniciales que hayan quedado sin efecto. El contenido del informe y el procedimiento para su elaboración, aprobación y publicación serán idénticos a los descritos en el presente capítulo en relación con el informe sobre la opa inicial. Como excepción, el plazo para publicar este nuevo informe será de cinco días naturales contados a partir de “la publicación de la modificación por el oferente”. Entendemos que esta fecha se refiere a la fecha de publicación del anuncio relativo a la modificación de la opa en los mismos términos en los que se ha de publicar el anuncio de la opa *ex* artículo 22 del RD de Opas, lo que extiende ligeramente el plazo de emisión del informe<sup>42</sup>.

#### 4. La obligación de publicar una opinión en Derecho comparado

Aunque la preceptiva transposición del artículo 9.5 del RD de Opas logró una relativa armonización de los ordenamientos nacionales en esta materia, veremos a continuación que cada jurisdicción ha desarrollado de manera particular los términos de la obligación de los administradores de pronunciarse sobre la opa, difiriendo el contenido, el plazo y los medios de difusión del documento que recoja tal opinión, así como el procedimiento de elaboración del mismo (regido éste por el Derecho societario nacional). Procede realizar un breve análisis comparado para identificar posibles áreas de mejora de nuestro ordenamiento. En el capítulo II de este trabajo, hemos identificado como relevantes en materia de opas el modelo británico, cuna de esta regulación y precursor tanto del deber de pasividad como de la obligación de los administradores de la sociedad afectada de pronunciarse sobre la opa; el modelo alemán, su tradicional rival en el ámbito societario; el modelo francés, en un punto intermedio; y el modelo sueco, posiblemente de los más liberales de la Unión Europea. También es de interés presentar el enfoque estadounidense de esta materia que, a diferencia de lo que sucede en cuanto al deber de pasividad, es muy similar al nuestro.

##### 4.1. La obligación de publicar una *circular* en el ordenamiento británico

Al transponer la Directiva de Opas al ordenamiento británico a través de la sección 28 de la *Companies Act* de 2006, el legislador británico instruyó al *Panel on Takeovers and Mergers* para llevar a efecto determinados preceptos de la Directiva de Opas, incluyendo su artículo 9<sup>43</sup>. En cumplimiento de esta instrucción, el *Panel* revisó el *City Code on Takeovers and Mergers* para adaptarlo al nuevo marco comunitario. La revisión no resultó en grandes cambios respecto al régimen anterior en lo que se refiere a la obligación de los administradores de la sociedad

---

<sup>42</sup> AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., “Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta”, *op. cit.*, pp. 727-728.

<sup>43</sup> Para un apunte de la transposición de la Directiva de Opas en Reino Unido, *vid supra* “El deber de pasividad en el ordenamiento británico”.

afectada de pronunciarse sobre la opa, puesto que esta obligación procede del Derecho británico y llevaba en vigor, aunque sin rango legal, desde hacía casi cincuenta años<sup>44</sup>.

Así pues, la regla 25 del *City Code* impone a los administradores de una sociedad sobre la cual se haya formulado una opa la obligación de publicar un documento, denominado *circular*<sup>45</sup>, cuyo contenido mínimo es uno de los más extensos de los ordenamientos de nuestro entorno, en consonancia con la posición del régimen británico como el más protector de los intereses accionariales con carácter general y, específicamente también, en el marco de una opa. De todos los contenidos obligatorios, es de destacar que, en relación con la opinión del consejo, las notas elaboradas por el *Panel* acerca de la interpretación de la regla 25 indican expresamente que, al formar su opinión, el órgano de administración no está obligado a considerar el precio de la oferta como un factor determinante y que nada le impide considerar cualesquiera otros factores que considere pertinentes. Esta interpretación es coherente con nuestra teoría de que el órgano de administración debe valorar la oferta también desde el punto de vista empresarial<sup>46</sup>. En cuanto al plazo, la regla 25 del *City Code* establece un plazo de catorce días a contar desde la publicación del folleto de opa elaborado por el oferente.

#### 4.2. La obligación de publicar una *Stellungnahme* en el ordenamiento alemán

En Alemania, la sección 27 de la WpÜG, modificada en 2006 para adaptar su contenido a la Directiva de Opas<sup>47</sup>, impone al órgano de gestión de la sociedad afectada por una opa, junto con el órgano de vigilancia de la misma, la obligación de publicar una *Stellungnahme* (declaración<sup>48</sup>) razonada acerca de la opa y, en particular, acerca de: (i) la naturaleza y el importe de la contraprestación ofrecida; (ii) los resultados probables de la liquidación exitosa de la opa sobre la sociedad afectada, sus trabajadores y los representantes de éstos, las condiciones laborales y los centros de actividad; (iii) los objetivos perseguidos por el oferente al formular la opa; y (iv) la intención de los administradores de la sociedad afectada de aceptar o no la oferta en relación con los valores de los que sean titulares. Además, en caso de recibir una opinión de los representantes de los trabajadores o, en defecto de éstos, de los propios trabajadores acerca de la opa, deberán adjuntarla a su propia declaración.

---

<sup>44</sup> *Vid supra* “Origen de la obligación: de nuevo el Derecho británico”.

<sup>45</sup> La nomenclatura trae causa del régimen británico anterior a la transposición de la Directiva de Opas, pues la versión inglesa de ésta denomina el “*documento que recoja [el] dictamen motivado sobre la oferta [del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada]*” como “*a document setting out its opinion of the bid and the reasons on which it is based*”.

<sup>46</sup> *Vid supra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

<sup>47</sup> Para un apunte sobre la transposición de la Directiva de Opas en Alemania, *vid supra* “El deber de pasividad en el ordenamiento alemán”.

<sup>48</sup> Término empleado también en la versión alemana del artículo 9.5 de la Directiva de Opas.



Curiosamente, en una jurisdicción con fuerte tradición “institucionalista”, preocupada por proteger los intereses de todos los grupos de interés de la sociedad afectada sin priorizar los intereses accionariales, el legislador impone al órgano de administración la obligación de considerar, a la hora de opinar sobre una opa, la contraprestación ofrecida. En contraste, hemos comentado que el *Panel* británico permite expresamente no contemplar el precio en el análisis de la idoneidad de la opa. Ciertamente, Alemania incluye una referencia a las repercusiones de la opa sobre la sociedad afectada, pero omite toda mención a los distintos *stakeholders* a los que la opa pueda afectar de distintas maneras al margen de los trabajadores de la sociedad.

Por otra parte, la norma emplaza a los administradores a publicar la referida declaración inmediatamente tras la publicación del folleto de la opa, pero no establece un plazo límite a tal efecto (si bien existe un plazo natural que es la finalización del periodo de aceptación de la opa, tras el cual la emisión de cualquier declaración en este sentido carecería de interés). Se impone, además, tanto al órgano de gestión como al órgano de vigilancia, la obligación de remitir la declaración a los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada, o a los propios trabajadores en ausencia de aquéllos, así como a las autoridades competentes.

#### 4.3. La obligación de publicar una *note en réponse* en el ordenamiento francés

El ordenamiento francés regula la obligación de la sociedad afectada por una opa de pronunciarse sobre la misma en el Reglamento General de la AMF, conforme a las modificaciones introducidas por la Orden de 18 de septiembre de 2006<sup>49</sup>. La sociedad afectada debe publicar una *note en réponse* —nota de respuesta, término coherente con la denominación del anuncio a publicar por el oferente (*note d'information* o nota de información), en cuya respuesta se emite la *note en réponse*—. El contenido de la nota está desarrollado por una instrucción de la AMF y es también considerablemente extenso, más que el mínimo recogido en la Directiva de Opas.

La *note en réponse* debe remitirse a la AMF y publicarse en los cinco días hábiles bursátiles siguientes a la verificación por la AMF de la conformidad del folleto explicativo de la opa con la legislación aplicable. Excepcionalmente, en los casos en que se exija la designación de un experto independiente (que veremos a continuación), el plazo se extiende a veinte días hábiles bursátiles. La verificación del folleto por la AMF se realiza *a posteriori* (primero se remite a la AMF y se pone a disposición del público y, desde entonces, la AMF dispone de diez días hábiles bursátiles para verificar la conformidad del documento, que se reinicia si la AMF solicita información adicional). Solo cuando se haya producido la verificación del folleto por la AMF surge la obligación de la sociedad afectada de publicar su

---

<sup>49</sup> *Arrêté du 18 septembre 2006 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers*. Sobre la transposición de la Directiva de Opas en Francia, *vid supra* “El deber de pasividad en el ordenamiento francés”.

*note en réponse*. Por ello, se permite a la sociedad afectada adelantar la publicación de su opinión acerca de la opa. Se le permite publicar la opinión de su órgano de administración o de vigilancia acerca de la opa y sus consecuencias desde el momento en que el oferente publica un resumen de los principales términos del folleto explicativo de la opa (el documento equivalente al anuncio previsto en el artículo 22 del RD de Opas), que debe producirse tan pronto como se remita el folleto explicativo de la opa a la AMF. Esta norma permite, a nuestro juicio, garantizar que la información vertida a los accionistas de la sociedad afectada es completa y equilibrada, al evitar que transcurra un lapso de tiempo demasiado largo durante el cual la única información disponible proceda de una sola parte en la operación.

Por otra parte, el artículo 261 del Reglamento General de la AMF se ocupa específicamente de los supuestos de conflicto de interés de los administradores en relación con la emisión de una opinión sobre la opa. Así, obliga a la sociedad afectada a designar a un experto independiente cuando la opa en vuelo sea capaz de generar conflictos de interés en los administradores que puedan mermar la objetividad de la opinión fundamentada que deben emitir, o bien poner en cuestión la igualdad de los destinatarios de la opa. El precepto enumera una serie de supuestos en los que se presume la existencia de conflicto de interés (*e.g.*, cuando el oferente controle la sociedad afectada, o cuando los directivos o personas que controlen la sociedad afectada hayan alcanzado algún acuerdo con el oferente que pueda comprometer su independencia). El experto independiente vendrá obligado a emitir un informe sobre las condiciones financieras de la opa cuya conclusión deberá consistir en una certificación (o no) de equidad. Este informe deberá adjuntarse a la opinión que, en su caso, emita el órgano de administración de la sociedad afectada con arreglo a lo descrito en el párrafo anterior.

#### **4.4. La obligación de publicar una *uppfatning* en el ordenamiento sueco**

El apartado II.19 de las reglas sobre opas elaboradas por los mercados regulados suecos en desarrollo de la Ley sobre opas (2006:451) y publicadas el 1 de julio de 2007<sup>50</sup> impone al órgano de administración de la sociedad afectada la obligación de emitir su *uppfatning* (opinión<sup>51</sup>) sobre las repercusiones que la liquidación de la opa tendrá en la sociedad, particularmente en términos de empleo, y su opinión acerca de los planes estratégicos del oferente y los efectos que se anticipa que provoquen dichos planes en el empleo y la localización de los centros de actividad de la sociedad afectada. Además, si el órgano de administración recibe un informe de los representantes de los trabajadores que exprese una opinión diferente acerca del impacto de la opa sobre el empleo, éste deberá adjuntarse a la opinión de los administradores.

---

<sup>50</sup> Disponibles en <http://business.nasdaq.com/list/Rules-and-Regulations/European-rules/nasdaq-stockholm/index.html> [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

<sup>51</sup> La versión sueca del artículo 9.5 de la Directiva de Opas emplea el mismo término.

El documento del órgano de administración también deberá indicar si alguno de sus miembros se ha abstenido de participar en las deliberaciones relativas al documento debido a la existencia de un conflicto de interés, o ha expresado reservas acerca de la decisión del órgano de administración. La regla II.19 especifica que, si el órgano de administración no llega a constituirse por falta de *quorum*, los restantes administradores están facultados, pero no obligados, a anunciar su opinión sobre la opa. En este caso, y con independencia de que los administradores decidan o no publicar sus consideraciones sobre la opa, deberán obtener y publicar una valoración de las acciones de la sociedad afectada y, en caso de que la contraprestación ofrecida no sea en efectivo, de ésta, emitida por un experto independiente. Tal valoración por parte de un experto independiente también deberá obtenerse en caso de que un administrador de la sociedad afectada o de alguna de sus filiales esté formulando o participando en la opa, o en caso de que un alto directivo o equivalente participe en la misma.

En el comentario de dicha regla, los mercados suecos manifiestan la conveniencia de que los administradores se pronuncien sobre la opa y compartan su visión de la misma con los accionistas, para así facilitarles la toma de decisión sobre la oferta. Indican expresamente que la opinión no debe versar exclusivamente sobre el importe de la contraprestación ofrecida, sino también sobre los restantes términos y condiciones de la misma. Además, establecen que, cuando la contraprestación se formule como un canje de valores, será conveniente que el órgano de administración se extienda en sus consideraciones acerca de la lógica industrial del negocio proyectado, las sinergias esperadas, etc. Se espera del órgano de administración que facilite más detalles cuanto menos directa sea su opinión debido a la complejidad de la operación o a la existencia de argumentos a favor y en contra de la misma.

El informe debe publicarse al menos dos semanas antes de la finalización del periodo de la oferta o una semana en caso de que se modifiquen las condiciones de la opa. En los comentarios de la regla II.19, este plazo se justifica por la necesidad del órgano de administración de disponer de un plazo suficiente para valorar la opa y emitir su opinión y, simultáneamente, la conveniencia de conceder a los accionistas el tiempo necesario para examinar la opinión de los administradores y adoptar una decisión informada acerca de la opa.

#### **4.5. La obligación de publicar un *recommendation statement* en el ordenamiento estadounidense**

De conformidad con lo previsto en la *Securities Exchange Act* de 1934, norma que contiene la única regulación en materia de opas a nivel nacional, el órgano de administración de la sociedad afectada por una opa debe emitir un *recommendation statement* (recomendación) en los diez días hábiles siguientes al comienzo del periodo de la opa. La recomendación debe seguir un modelo específico (el *Schedule 14D-9*), cuyo contenido es muy amplio. Destaca que los administradores deben indicar expresamente si recomiendan a los accionistas aceptar o rechazar la opa o, en su caso, adoptar cualesquiera otras medidas en relación con la misma (que deberán ser adecuadamente descritas y fundamentadas), proporcionando argumentos específicos al

efecto, sin que sean válidas afirmaciones genéricas del tipo “la opa es en interés de los accionistas”. También deben declarar, en línea con su capacidad de actuación ante una opa, si la sociedad afectada ha emprendido negociaciones en respuesta a la opa que se refieran a (a) una opa o adquisición de los valores de la sociedad afectada, (b) cualquier operación extraordinaria como una fusión, reorganización o liquidación que afecte a la sociedad afectada o sus filiales, (c) cualquier compra o venta de un importe relevante de activos de la sociedad afectada o sus filiales o (d) cualquier cambio significativo en las políticas de dividendos, endeudamiento o capitalización de la sociedad afectada existentes hasta ese momento<sup>52</sup>.

La obligación de la sociedad afectada de emitir la referida recomendación debe conectarse con la obligación de los administradores de cualquier sociedad que esté contemplando una operación de fusión de adoptar un acuerdo descriptivo de la operación proyectada y de su conveniencia y someterlo a la aprobación de la junta general de los accionistas (artículo 251 del *Delaware General Corporation Law*)<sup>53</sup>. En relación con esta obligación de información, se impone un deber de franqueza o *duty of candor* en virtud del cual los administradores deben pronunciarse con honestidad a la hora de dirigirse a los accionistas de la sociedad. Este deber es corolario de los deberes fiduciarios generales de los administradores de diligencia (*duty of care*) y lealtad (*duty of loyalty*)<sup>54</sup> y cobra especial importancia en el contexto de operaciones corporativas como las fusiones o las opas, donde los accionistas deben decidir si transmiten o conservan sus valores.

## 5. Valoración de las distintas formulaciones de la obligación de publicar una opinión

A nuestro juicio, el contenido taxativo que imponen ordenamientos como el británico o el español permite a los destinatarios de la opa obtener una visión completa de las circunstancias que rodean a la sociedad afectada en el momento de la toma de decisión sobre la opa y, especialmente, de todos los factores relacionados con la opa que pueden incidir en el devenir de la sociedad en caso de éxito de la misma. Además, la obligatoria comunicación de los acuerdos o pactos al respecto y de los conflictos de interés reales o potenciales en que se encuentren los autores de la opinión permite a los destinatarios de la misma identificar posibles sesgos u opiniones parciales y, así, contextualizar el sentido de la opinión que se les ofrece

---

<sup>52</sup> El modelo está disponible en <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2011-title17-vol3/pdf/CFR-2011-title17-vol3-sec240-14d-101.pdf> [fecha de consulta: 5 de marzo de 2018].

<sup>53</sup> Recordamos que las normas societarias estadounidenses son de carácter eminentemente estatal. Hemos elegido Delaware por ser el estado con más desarrollo normativo y jurisprudencial en la materia.

<sup>54</sup> Así lo han avalado los Tribunales de Delaware en repetidas ocasiones. Entre otras, *Malone vs. Brincat* (722 A.2d 5 (Del. Supr. 1998)) la *Delaware Supreme Court* afirma que “[w]henver directors communicate publicly or directly with shareholders about the corporation's affairs, with or without a request for shareholder action, directors have a fiduciary duty to shareholders to exercise due care, good faith and loyalty. It follows a fortiori that when directors communicate publicly or directly with shareholders about corporate matters the sine qua non of directors' fiduciary duty to shareholders is honesty”.

como herramienta de asesoramiento. Destacamos como particularmente positiva, a nuestro parecer, la interpretación de los supervisores británico y sueco acerca de los factores a considerar por el órgano de administración a la hora de emitir su opinión y, en particular, la relevancia que se otorga a cuestiones empresariales, industriales o estratégicas frente a la valoración del puro retorno financiero que supondría la aceptación de la opa. Ahora bien, atendiendo a la naturaleza del negocio de la opa —una compraventa de valores—, nos parece lógico y aconsejable que el órgano de administración se pronuncie sobre uno de los elementos esenciales del contrato, el precio, sin perjuicio de que éste no deba constituir el único factor para determinar la opinión final de los administradores acerca de la opa.

Respecto a la adjunción del dictamen de los representantes de los trabajadores, consideramos que ésta debería hacerse siempre que los referidos representantes emitan un dictamen en el plazo previsto al efecto, sin atribuir al órgano de administración la facultad —y la responsabilidad— de analizar la similitud o diferencia de contenido de la opinión de este colectivo y la del órgano de administración y, con base en ello, decidir sobre la publicación o no del dictamen de los representantes de los trabajadores. Cuestión distinta es la utilidad de dicho dictamen para ilustrar la decisión de los titulares de valores o la confianza que puedan depositar estos últimos en el mismo y, en definitiva, la capacidad de este dictamen para cumplir la función de asesoramiento a los titulares de valores que invoca el artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas<sup>55</sup>. En cualquier caso, del análisis de la tramitación de la Directiva de Opas podemos aventurar que esta medida no se incluyó tanto para proteger a los titulares de valores como para dar voz y seguridad a los trabajadores de la sociedad afectada.

En cuanto a la contratación de un experto independiente, en todo caso (en Reino Unido), en caso de conflicto de interés (en Francia) o en caso de falta de *quorum* para que el consejo pueda emitir su opinión (en Suecia), como regla general nos parece recomendable que el consejo de administración respalde su opinión sobre la oferta, desde el punto de vista estrictamente financiero, con la opinión de un tercero independiente y experto en la materia, pues es un mecanismo de garantía para los destinatarios de la opinión acerca de su validez en este aspecto. De hecho, es así como se opera en el mercado español. No nos parece acertada, sin embargo, la sustitución de la opinión del consejo de administración por la de un experto independiente, como se establece en Suecia en caso de falta de *quorum*. Primero, porque la opinión del experto se ciñe a la valoración puramente financiera de la opa, sin pronunciarse sobre las repercusiones de la misma en otras áreas de la sociedad afectada o su potencial impacto en el largo plazo. Y segundo, porque, poniéndonos en la piel de los destinatarios de una opa formulada sobre una sociedad en Suecia —y sin entrar a valorar las normas societarias suecas relativas a la adopción de acuerdos sociales—, preferiríamos que la opinión de los

---

<sup>55</sup> RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 435, considera que la incidencia de los aspectos laborales no puede en modo alguno desdeñarse.

administradores se emitiera en todo caso, señalando las inasistencias o abstenciones producidas en la reunión de aprobación de la misma. De lo contrario, los administradores podrían valerse precisamente de esta regla para eludir la obligación de pronunciarse sobre la opa en vuelo.

Por último, en relación con el plazo, valoramos positivamente la fijación de un límite para la publicación de la opinión, pues garantiza su recepción por los destinatarios de la opa con una antelación suficiente que les permita evaluarla detenidamente antes de tomar la decisión de aceptar o rechazar la opa. También encontramos sensata la facultad que se concede en Francia a los administradores de adelantar la publicación de su opinión sobre la opa. Hemos excluido del objeto del deber de pasividad la publicación de información, opiniones o recomendaciones contrarias a la opa<sup>56</sup>. Antes bien, en atención al deber de lealtad, entendemos que debe exigirse a los administradores que se pronuncien expresamente en contra de la misma y recomienden su rechazo cuando consideren que es conveniente para los intereses de los destinatarios de la oferta. Por ello, nada obsta para que los administradores compartan sus consideraciones acerca de la opa en pendencia desde un momento temprano e, incluso, con anterioridad al inicio del plazo de aceptación. El riesgo, según en qué jurisdicciones, es la ausencia de información completa acerca de la opa en ese momento anterior en el que posiblemente aún no se haya publicado el folleto de la opa. En España, tal riesgo se puede paliar gracias al contenido imperativo del anuncio previo de la opa, que anticipa la información que se facilitará en el folleto, incluyendo cualquier cuestión que a juicio del oferente sea relevante.

#### **IV. FUNDAMENTO Y SIGNIFICADO DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA**

##### **1. Consideraciones previas: los principios de información e igualdad de trato**

En este apartado hacemos una breve referencia a los principios de información e igualdad de trato reinantes en las dimensiones bursátil y societaria de nuestro ordenamiento jurídico. Un estudio en profundidad de ambos principios excedería significativamente del alcance de este trabajo. No obstante, consideramos necesario destacar determinados aspectos de ambos y concretar sus singularidades en lo relativo a las sociedades cotizadas y, más aun, a las sociedades afectadas por una opa. El motivo es la indudable relación que existe entre cada uno de dichos principios y el informe del órgano de administración de la sociedad afectada por una opa, relación que se deduce específicamente de los principios generales recogidos en la Directiva de Opas y que se irá presentando a lo largo de este apartado.

---

<sup>56</sup>

*Vid supra* “Especial consideración de la difusión de opiniones sobre la opa”.

### 1.1. El principio de información

El principio de información es un pilar básico del régimen jurídico de los mercados de valores<sup>57</sup>. Se impone a los emisores de valores admitidos a negociación, a los propios inversores, a los intermediarios financieros y a los demás agentes de los mercados una serie de obligaciones de información encaminadas a garantizar la protección de los inversores y, en última instancia, la eficiencia e integridad de los mercados de valores y el consiguiente crecimiento económico<sup>58</sup>. Sin ánimo de elaborar un análisis económico del funcionamiento de los mercados, creemos oportuno describir sucintamente las características de eficiencia e integridad para exponer su conexión con las normas relativas al tratamiento de la información en los mercados.

La eficiencia se basa en la correcta formación de precios, para lo cual la única herramienta es la información disponible en cada momento acerca de los valores negociados o, más precisamente, del subyacente de los valores negociados<sup>59</sup>. El suministro de información

---

<sup>57</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, pp. 118 y ss., distingue el principio de transparencia, que vincula con las obligaciones de las sociedades cotizadas derivadas de su dimensión bursátil, del principio de información, que ciñe al campo societario. En este trabajo, nos referimos indistintamente al principio de información.

<sup>58</sup> Así lo ha expresado un buen número de normas, tanto comunitarias como nacionales, cuyo objeto es precisamente establecer o reforzar obligaciones de información de los distintos participantes en los mercados. Por ejemplo, la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia, establece que “[l]a divulgación de información exacta, completa y puntual sobre los emisores de valores fomenta la confianza continua del inversor y permite una evaluación informada de su rendimiento y sus activos. Con ello mejora la protección de los inversores y aumenta la eficiencia del mercado” (considerando 1). El Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE afirma que “[su] objetivo [...] es garantizar la protección del inversor y la eficiencia del mercado, promoviendo al mismo tiempo el mercado interior de capitales. El suministro de la información que, según las características del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan tomar una decisión informada sobre la inversión garantiza, junto con las normas de conducta, la protección de los inversores. Además, dicha información es un medio eficaz para aumentar la confianza en los valores mobiliarios y contribuye, por tanto, al correcto funcionamiento y desarrollo de los mercados de valores” (considerando 7). La LMV, en su Exposición de Motivos, destacaba que “si la Ley pone un extraordinario énfasis en la adecuada supervisión del funcionamiento de los mercados, no lo hace sólo mediante el citado aparato institucional, sino también buscando apoyo en algo tan esencial como es la información”.

<sup>59</sup> Vid GILSON, R., KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *op. cit.*, pp. 549 y ss. Afirman que el mecanismo más simple para lograr un mercado eficiente es que todos los intervinientes sean informados simultáneamente y sin coste (p. 568). No obstante, destacan la incapacidad de la mayoría de los inversores para procesar información compleja y la posibilidad de alcanzar la eficiencia únicamente gracias a la inversión informada de la minoría restante, cuyo elevado volumen de negociación les permite efectivamente contribuir a la correcta formación de precios. La imitación de las conductas inversoras de esta minoría por la mayoría mejorará a su vez la eficiencia del mercado. Por último, añaden que la desinformación de la totalidad de los inversores en relación con determinadas cuestiones inciertas contribuye a la formación de precios eficientes, pues las proyecciones del conjunto de inversores habitualmente serán más acertadas que las proyecciones individuales. Años después, los autores revisarían su estudio a la luz de la teoría del *behavioral finance* y reconocerían que, si bien su teoría se sostenía frente a la existencia de inversores irracionales, no habían considerado la mala gestión de la información por determinados sujetos y sus implicaciones en los mercados (GILSON, R., KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: the Hindsight Bias”, *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series 446*, 2003, disponible en

por parte de los emisores de valores es, pues, un elemento esencial para que los precios de cotización reflejen fielmente el valor intrínseco del subyacente. Para ello, la información debe suministrarse a tiempo y de forma completa, clara, veraz y que permita un acceso rápido por el público. El reconocimiento legal de tales obligaciones evita que sean los propios inversores quienes deban asumir los costes de obtener, procesar y verificar la información —y previene las desinversiones esperables ante tal reparto de costes—<sup>60</sup>. Por ello, entendemos las obligaciones de información de los emisores como una condición necesaria para lograr mercados de valores eficientes<sup>61</sup>.

Por su parte, la integridad de los mercados puede definirse como la rectitud de sus participantes en sus actuaciones en ellos. En otras palabras, la integridad se logra en ausencia total de conductas abusivas como manipulación de mercado, operaciones con información privilegiada o comunicación ilícita de la misma<sup>62</sup>. La realización de tales conductas es posible, en gran medida, debido a la existencia —inevitable, por otra parte— de asimetrías de información, que sitúan a determinados sujetos en una posición privilegiada respecto de los restantes agentes del mercado y les permite “*obtener una ventaja injusta a partir de información privilegiada en detrimento de terceros que desconocen la información y, por tanto, [una ventaja resultante] en el menoscabo de la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores*” (considerando 23 del Reglamento de Abuso de Mercado). Su prevención pasa, de un lado, por prohibir toda conducta abusiva a través de normas de conducta exigentes que vengan acompañadas de mecanismos de *enforcement* y sanción efectivos; y, de otro lado, por reducir la probabilidad de incurrir en un supuesto de hecho de la conducta prohibida, esto es, la probabilidad de tener información privilegiada, mediante una restricción de su acceso y una obligación de pronta difusión al mercado. En suma, el principio de información contribuye también a lograr mercados de valores íntegros<sup>63</sup>.

---

[http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1234&context=harvard\\_olin](http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1234&context=harvard_olin) [fecha de consulta: 6 de marzo de 2018]).

<sup>60</sup> GILSON, R., KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *op. cit.*, afirman que el coste de la información determina la eficiencia de los mercados puesto que determina no solo el nivel de información disponible, sino también su distribución entre los participantes en el mercado.

<sup>61</sup> En este sentido, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, p. 113.

<sup>62</sup> El Reglamento de Abuso de Mercado define el abuso de mercado como las conductas ilegales en los mercados financieros y ciñe su objeto, a efectos de su propio alcance, a esas tres conductas (considerando 7).

<sup>63</sup> TEJERA GIMENO, C., “Instrumentos de protección de los derechos de los inversores” en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, *op. cit.*, p. 712, contrapone la protección del inversor y la eficiencia de los mercados como intereses dignos de protección en los mercados de valores y se refiere a la necesaria búsqueda de un equilibrio entre ambos. A nuestro juicio, la tutela de la eficiencia redundaría en beneficio de la protección del inversor y, viceversa, el fomento de la integridad de los mercados mediante la reducción de conductas abusivas mejora la formación de precios de los valores cotizados en ellos. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las



Además, a nuestro modo de ver, el principio de información fomenta la confianza de los inversores en los mercados de valores como instrumentos de canalización del ahorro público y de generación de riqueza. Algunos autores han defendido que los sistemas basados en el suministro voluntario de información no generan confianza (o, al menos, el mismo nivel de confianza) y por ello han invocado la necesidad de implantar un régimen imperativo de transparencia<sup>64</sup>. El desarrollo de mercados de valores sólidos y profundos es a su vez una pieza clave del crecimiento económico real, gracias a la movilización de los recursos disponibles hacia la demanda de financiación. La correcta movilización (y uso, claro está) de dichos recursos debería ser capaz de generar un rendimiento para el proveedor del recurso y una riqueza para el demandante del mismo y los grupos de interés relacionados con él y, en última instancia, para la sociedad en su conjunto.

Por otra parte, el principio de información también se ha configurado como un principio rector del marco normativo de las sociedades de capital. Con el nacimiento de la sociedad moderna y la separación entre propiedad y gestión, se arbitra el derecho de información del socio como instrumento de protección de éste, que ha perdido su condición de administrador y, por tanto, de partícipe activo en la vida societaria y conocedor de la evolución detallada del negocio del que es propietario. A lo largo de los siglos XX y XXI, la regulación del derecho de información de los socios se ha ido intensificando en los ordenamientos de nuestro entorno, debido en gran medida a las crisis económicas y escándalos empresariales que han tenido lugar y que han puesto de manifiesto la necesidad de reforzar la facultad de control del principal sobre el agente (*i.e.*, del socio sobre el gestor)<sup>65</sup>. El suministro de información a los socios se presenta como un instrumento esencial para el ejercicio de tal facultad y, en garantía de la misma, se

---

sociedades cotizadas”, *op. cit.*, p. 117, entiende que la protección del inversor es consecuencia de distintas medidas enfocadas a facilitar la eficiencia de los mercados y, con ella, la eficiencia de las empresas y la economía real.

<sup>64</sup> Al respecto, *vid* BAINBRIDGE, S., “Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis”, *University of Cincinnati Law Review* 68, 2000, pp. 1023 y ss. Bainbridge concluye que la irracionalidad de los inversores podría justificar la obligatoriedad de los regímenes de información siempre que se garantice que el Estado es capaz de crear un régimen con mejores resultados que la política del *laissez faire* y se demuestre que los inversores del mercado en cuestión sistemáticamente demuestran determinados comportamientos irracionales. A favor de la transparencia informativa como mecanismo de protección del inversor-ahorrador, entre otros, TEJERA GIMENO, C., “Instrumentos de protección de los derechos de los inversores”, *op. cit.*, pp. 735 y ss.; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La transparencia societaria como vía de protección del inversor en las sociedades cotizadas” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 151 y ss.; y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Navarra: Civitas, 2008, pp. 548 y ss., que se pronuncia a favor del régimen informativo obligatorio pues considera que reduce el fraude al que están expuestos los pequeños inversores ya que favorece la correcta formación de precios por inversores expertos, aumenta la credibilidad de las empresas que publican información correctamente y disminuye los costes de captura y procesamiento de la información. En contra de la transparencia obligatoria como generador de confianza, EASTERBROOK, F., FISCHER, D., “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, *Virginia Law Review* 70, 1984, p. 692.

<sup>65</sup> ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, *op. cit.*, pp. 354 y ss.

impone a las sociedades un mínimo obligatorio<sup>66</sup>. Además, el suministro de información resulta obligatorio cuando se exige de los accionistas una determinada actuación o decisión, con la finalidad de que puedan llevarla a cabo con conocimiento de causa. Se pretende que la información facilitada ilustre el sentido de la actuación o del voto y, en definitiva, que se cumplan los requisitos legalmente exigibles en cualquier prestación de consentimiento. Nuestro Derecho de sociedades atribuye a los administradores la tarea de atender este derecho de información de los socios. Puesto que este trabajo versa sobre los deberes de los administradores, nos ceñimos al flujo de información administradores-accionistas. No obstante, no puede perderse de vista que existen múltiples flujos de información en una sociedad, horizontales, verticales, transversales, en ambos sentidos, y que todos ellos son necesarios para garantizar, en última instancia, el suministro de información completa, correcta y a tiempo a los socios<sup>67</sup>.

El régimen de información se refuerza notablemente en el caso de sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en mercados regulados. Tal refuerzo se explica, a nuestro juicio, por dos motivos. De un lado, encontramos la mayor separación entre propiedad y gestión que se produce en el marco de estas sociedades y que conlleva una mayor necesidad de información a los propietarios —o, si se prefiere, un mayor despliegue en la rendición de cuentas de los gestores— para facilitar una correcta evaluación de la gestión social y un conocimiento efectivo de la evolución de la sociedad. De otro lado, en las sociedades cotizadas confluyen las dos áreas jurídicas mencionadas en esta sección: el Derecho societario y el Derecho de los mercados de valores<sup>68</sup>. En cuanto que sociedades públicas, las obligaciones de información de estas sociedades se articulan para atender no solo los derechos de información de los accionistas, sino del público en general. La libre transmisibilidad de los valores de estas sociedades convierte a cada inversor o potencial inversor en potencial accionista de cada una de ellas y, por tanto, en sujeto potencialmente interesado en conocer su evolución con el fin de tomar sus decisiones de inversión al respecto. De ahí que las obligaciones de información de las sociedades cotizadas sean, en su mayoría, obligaciones de difusión pública o comunicación al mercado mediante el envío de hechos relevantes a la CNMV o su publicación en la web corporativa. En esencia, el uso de la información por cada sociedad cotizada debe adecuarse al

---

<sup>66</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, *op. cit.*, p. 8.

<sup>67</sup> Sobre la información intrasocietaria y el deber de informar a los administradores, *vid* LANGWOORT, D., “Agency Law inside the Corporation: Problems of Candor and Knowledge”, *op. cit.*, pp. 1187 y ss., que afirma que el *duty of inquiry* de los administradores se complementa con la obligación de información de quienes reportan al órgano de administración.

<sup>68</sup> Sobre las dificultades de integrar estos dos campos normativos y elaborar un estatuto claro de la sociedad cotizada, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas” FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas” en AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, *op. cit.*, pp. 43-44.

régimen societario aplicable y, adicionalmente, a los principios rectores de los mercados de valores para, así, contribuir a promover su eficiencia e integridad.

En consonancia con lo anterior, la normativa de transparencia impone a las sociedades cotizadas una serie de obligaciones de información periódica (financiera y no financiera) y continua (esencialmente relacionada con la estructura de control y distribución de los derechos de voto) para permitir a los inversores evaluar el rendimiento de la sociedad de manera informada y continua. Además, la normativa de abuso de mercado impone obligaciones de información puntual dirigidas a neutralizar las asimetrías de información entre los distintos agentes del mercado y garantizar con ello la toma de decisiones por parte de los inversores en igualdad de oportunidades. Por su parte, la normativa societaria establece determinadas obligaciones de información en relación con el gobierno corporativo de la sociedad, sus órganos de gobierno y su funcionamiento interno que completan la información financiera y proporcionan una visión más completa de las distintas áreas de la sociedad, influyentes también en la generación de valor para los accionistas. Algunas de estas obligaciones se han articulado mediante el principio de cumplir o explicar, de origen anglosajón, en virtud del cual las sociedades cotizadas deben optar entre observar las recomendaciones de gobierno corporativo o explicar periódicamente al mercado por qué se desvían de ellas<sup>69</sup>. Este régimen solo es efectivo en la medida en que exista una auténtica obligación de informar y se imponga el deber de facilitar explicaciones adecuadas en caso de incumplimiento<sup>70</sup>.

## 1.2. El principio de igualdad de trato

El buen funcionamiento de los mercados de valores se sustenta también en la igualdad de trato de los agentes que participan en ellos. En la práctica, la igualdad se mide fundamentalmente a nivel informacional, pues solo un mercado que garantiza la igualdad informativa de sus participantes puede aspirar a la correcta formación de precios —de lo contrario, los precios estarían distorsionados por las diferencias de información de determinados sujetos— y a la inexistencia de conductas abusivas —que exigen de una posición privilegiada del actor, posible gracias a la tenencia de información desconocida por el resto de los agentes del mercado—. Además, creemos que el reconocimiento de la igualdad informativa preserva la confianza de los inversores al presuponer que todos ellos *a priori* estarán operando en igualdad de condiciones<sup>71</sup>. *A priori*, pues la igualdad absoluta no es posible; las diferencias en la situación

---

<sup>69</sup> PIÑEL LÓPEZ, E., “Reflexiones sobre el gobierno corporativo de sociedades cotizadas”, *op. cit.*, pp. 423-427.

<sup>70</sup> Advierte de este riesgo, aunque se muestra partidaria del principio de cumplir y explicar y de su implantación en Estados Unidos en relación con información no financiera, HO, V.H., “Comply or Explain and the Future of Non-Financial Reporting”, *Lewis & Clark Law Review* 21, 2017, pp. 317 y ss.

<sup>71</sup> Según FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas”, *op. cit.*, p. 60, “la igualdad de los partícipes en un mercado público es uno de los presupuestos esenciales de credibilidad de este último”. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen

de cada inversor y su capacidad para evaluar la información disponible y traducirla en un precio son inevitables (naturalmente, diferirán las capacidades del inversor institucional o profesional y las del pequeño ahorrador)<sup>72</sup>. Tanto la normativa de transparencia como la de abuso de mercado se hicieron eco de la necesaria igualdad y, sobre ella, construyeron obligaciones de difusión pública de la información de manera no discriminatoria y gratuita que situara en igualdad de condiciones a todos los participantes del mercado en todo momento.

Asimismo, el principio de igualdad de trato debe regir el funcionamiento de las sociedades. Particularmente, el artículo 97 de la LSC consagra la igualdad de trato de los socios que se encuentren en condiciones idénticas<sup>73</sup>. Sin pretender reproducir aquí las numerosas discusiones existentes en torno a este principio, consideramos conveniente destacar las siguientes cuestiones.

En primer lugar, este principio no persigue crear una igualdad formal o material absoluta entre los socios. Antes bien, se presupone la existencia de desigualdades al establecerse como requisito para la aplicación del principio el encontrarse “*en condiciones idénticas*”. Por lo tanto, el objetivo de este principio no puede ser imponer una igualdad de trato total, sino evitar un trato injustificadamente discriminatorio a los socios de una sociedad de capital<sup>74</sup>. Evidentemente, difieren las situaciones del socio minoritario y del socio significativo (o, todavía más, del representado en el órgano de administración); difieren las situaciones del socio especulador y del socio con vocación de continuidad en el negocio (ni qué decir tiene, del socio fundador); difieren las situaciones del socio ordinario y del socio sin voto y con derechos

---

de información y transparencia en las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, p. 115, considera que la información genera igualdad entre los inversores individuales y los inversores institucionales.

<sup>72</sup> En este sentido, SASTRE CORCHADO, G.J., “La Directiva de Abuso de Mercado. Un nuevo marco en Europa”, *RMV I*, 2007 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 6546/2008) el 7 de marzo de 2018].

<sup>73</sup> Esta norma fue introducida en nuestro Derecho societario mediante la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que modificó un buen número de artículos de la entonces vigente LSA e introdujo, entre otros, el principio de igualdad de trato. La extensión del principio a las demás sociedades de capital se efectuó a través de la LSC. Con anterioridad a la LSA, el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 2006 recomendaba que el consejo de administración de las sociedades cotizadas dispensara el mismo trato a todos los accionistas (recomendación 7). Se observa que el alcance subjetivo del deber de garantizar la igualdad de trato de los accionistas ha evolucionado del consejo de administración de las sociedades cotizadas a las propias sociedades, vinculando a todas las sociedades de capital. Sin perjuicio de su reconocimiento expreso en el artículo 97 de la LSC, el principio de igualdad de trato subyace a un buen número de previsiones societarias, tales como la prohibición de alterar la proporción entre valor nominal y derechos de voto o preferencia (artículo 96), la necesaria aprobación de las modificaciones estatutarias que afecten a una clase de acciones por mayoría de las acciones afectadas (artículo 293), el derecho de preferencia y las reglas para su exclusión (artículos 304 y siguientes), las reducciones de capital por pérdidas, donde se recoge expresamente el principio de paridad de trato (artículo 320), mediante devolución de aportaciones (artículo 330) o mediante amortización de acciones (artículo 338) o la participación alícuota en las ganancias sociales y en la cuota de liquidación (artículos 93 y siguientes y 392).

<sup>74</sup> En este sentido, MATEU DE ROS CEREZO, R., “Principio de igualdad de trato de los accionistas conforme a la ley 3/2009: accionistas significativos, derechos políticos y representación proporcional”, *op. cit.*

económicos privilegiados<sup>75</sup>. Tales diferencias se proyectarán inevitablemente en las relaciones de la sociedad con cada uno de estos socios y originarán disparidades encaminadas a adaptar el contenido de tales relaciones a los intereses, derechos y obligaciones de cada socio. Ahora bien, el trato dispensado a los socios no podrá diferir cuando éstos se encuentren en condiciones idénticas —cuya valoración reviste indudable complejidad— y, por tanto, no existan diferencias que lo justifiquen<sup>76</sup>.

En segundo lugar, conforme a la redacción de este precepto, el destinatario de la obligación de dar el mismo trato a los socios en condiciones idénticas es la propia sociedad. Esta obligación recaerá por tanto en todo sujeto que actúe —y cuando actúe— por cuenta de la sociedad, incluyendo al órgano de administración de la sociedad en el ejercicio de sus competencias, a cualquier órgano delegado o apoderado de éste en ejercicio de las facultades en él delegadas o a cualquier representante voluntario.

En tercer lugar, el artículo 97 de la LSC es aplicable a las sociedades cuyas acciones están admitidas a cotización en tanto que sociedades de capital sujetas a lo previsto en la citada ley<sup>77</sup>. Además, el artículo 514 de la LSC precisa que “*las sociedades anónimas cotizadas garantizarán, en todo momento, la igualdad de trato de todos los accionistas que se hallen en la misma posición, en lo que se refiere a la información, la participación y el ejercicio del derecho de voto en la junta general*”. Este artículo fue introducido por la Ley 25/2011 con la finalidad de transponer el artículo 4 de la Directiva 2007/36/CE, que consagró la igualdad de trato de los accionistas de las sociedades cotizadas que estuvieran en la misma posición en lo que se refería a la participación y al ejercicio de derechos de voto en la junta general. El legislador español amplió el contenido del principio comunitario al imponer también la igualdad de trato respecto a la información a los accionistas. El objetivo de esta norma es permitir que los accionistas de las sociedades cotizadas hagan uso efectivo de sus derechos con independencia de su lugar de residencia y, en definitiva, potenciar el uso de los medios de comunicación a distancia o electrónicos para promover el ejercicio transfronterizo de los derechos del socio. La preceptiva difusión pública de la información también fomenta la igualdad de trato de los accionistas de estas sociedades en el plano informativo, tanto acerca de

---

<sup>75</sup> Sobre las diferencias entre los distintos inversores de una sociedad, *vid* FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas”, *op. cit.*, pp. 31 y ss.

<sup>76</sup> En esta línea, la Sentencia 83/2015 del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Madrid (La Ley 232125/2015) establece que, para determinar si la conducta juzgada vulnera el principio de igualdad de trato recogido en el artículo 97 de la LSC, es preciso “*determinar la identidad de situaciones entre ambos socios y la falta de justificación de la diferencia de trato a ambos por la sociedad*”. No basta por tanto que los socios estén en condiciones idénticas sino, además, que la diferencia de trato no sea justificable. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, *op. cit.*, pp. 300 y ss., abogan por la posible derogación del principio de paridad de trato en consideración del interés social.

<sup>77</sup> Respecto al principio de igualdad de trato en las sociedades cotizadas, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas”, *op. cit.*, pp. 59 y ss.

la evolución de la sociedad en general como en relación con las actuaciones respecto de las que se solicita una actuación o decisión específica por parte del accionariado. Así, la mayoría de la información que, desde la perspectiva societaria, han de facilitar las sociedades cotizadas a sus accionistas debe hacerse pública de manera que se garantice el acceso a la misma por cualquier sujeto, sea o no accionista de la sociedad en ese momento, de forma gratuita y no discriminatoria.

### 1.3. Caso particular de las sociedades afectadas por una opa

#### 1.3.1. Especial necesidad de información en el marco de una opa

La formulación de una opa sobre una sociedad genera una especial necesidad de información acerca de la misma, tanto para las partes afectadas como para el público en general<sup>78</sup>. La necesidad de información surge, en primer lugar, por la propia naturaleza de la opa, que no es sino una oferta de compra y que, por tanto, impone a todos sus destinatarios la obligación de adoptar una decisión de inversión (la decisión entre mantener la inversión o deshacerla). La información se presenta como elemento esencial para la toma de esta decisión, como lo es para la toma de cualquier otra decisión de inversión en los mercados de valores<sup>79</sup>. En segundo lugar, la necesidad de información surge por la trascendencia de la opa en cuanto que operación societaria de cambio de control. El lanzamiento de una opa puede obedecer a muchos y muy distintos motivos y su éxito puede dar lugar a también muchos y muy distintos cambios en la sociedad afectada (*e.g.*, cambio de estrategia empresarial, exclusión de negociación, integración en un grupo competidor, reducción de plantilla, sustitución de todo el equipo directivo o, incluso, disolución y liquidación). Esta información es de interés para los titulares de valores afectados, que deben valorar la conveniencia de quedarse en la sociedad afectada<sup>80</sup>, pero también para otros grupos de interés de la sociedad afectada como sus trabajadores, equipo directivo, proveedores, clientes o competidores. También lo será, y con especial intensidad, para los accionistas de la sociedad oferente, puesto que son quienes asumirán en última instancia el coste y riesgo del negocio proyectado. Además, con carácter general, la información

<sup>78</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa”, *op. cit.*, pp. 928-930.

<sup>79</sup> En este sentido, *vid* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, pp. 126 y ss. En *Lynch vs. Vickers Energy Corp.* (Del. Supr. 383 A.2d 278 (1977)), los Tribunales de Delaware afirmaron que en el contexto de una opa se exige completa franqueza (“*complete candor*”). Antes de valorar si los administradores de la sociedad afectada habían facilitado toda la información pertinente relativa a la opa, definen información pertinente (“*germane*”) como aquella que un inversor razonable consideraría importante a la hora de decidir sobre la venta o mantenimiento de sus valores.

<sup>80</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, pp. 127-128, afirma que “[s]i la OPA se configura legalmente como un cauce de democracia accionarial, de cierto carácter plebiscitario, a través del cual pueden los accionistas decidir sobre la atribución del poder de gestión de la sociedad en la que participan, es, evidentemente, bajo el presupuesto ineludible de la difusión oportuna de una información completa y exhaustiva, sin la cual, es claro, este mecanismo se vería completamente desvirtuado”.

será de interés para todo el mercado ya que todo inversor es en todo momento un potencial accionista de la sociedad afectada y, por tanto, potencial destinatario de la opa o, incluso, potencial oferente indirecto en caso de que la sociedad oferente también sea cotizada.

La Directiva de Opas hace hincapié en la necesidad de informar debidamente tanto a los titulares de valores como a los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada o, en su defecto, a los propios trabajadores (considerando 13). A raíz de esta consideración, se regula como principio general de observancia obligatoria en todos los Estados miembros que “*los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa*” (artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas), y se incluyen en los artículos 6, 8, 9.5, 10 y 14 las obligaciones de información y publicidad que deben cumplir las distintas partes afectadas por una opa durante el transcurso de la misma. En este contexto, se impone al oferente un exhaustivo deber de información, con la finalidad de que dé a conocer las características de la oferta en tanto que compraventa de valores y en tanto que proyecto empresarial. Asimismo, se obliga al órgano de administración de la sociedad afectada a pronunciarse sobre la opa con la finalidad, veremos, de proporcionar información integral y de asesorar a los titulares de valores de la sociedad afectada en la valoración de las bondades de la oferta.

### 1.3.2. Especial tutela de la igualdad de trato en el marco de una opa

La normativa de opas pivota en torno a la igualdad de trato de los titulares de valores afectados por una opa. El primer principio general proclamado por la Directiva de Opas es, precisamente, que “*todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores*” (artículo 3.1.a))<sup>81</sup>. A diferencia de lo que sucede en nuestro Derecho societario, en este caso no se exige que los titulares de valores se hallen en condiciones idénticas para poder beneficiarse de este principio. Es cierto que la introducción del complemento “*de la misma clase*” podría interpretarse en sentido similar. No obstante, ya hemos expresado anteriormente la incoherencia que supone, a nuestro juicio, equiparar formalmente a los titulares de distintos tipos de valores a lo largo de la Directiva de Opas para conferirles a la postre distintos grados de protección<sup>82</sup>.

El principio de igualdad de trato se manifiesta de forma clara en las principales reglas recogidas en la normativa de opas, como las de oferta obligatoria y precio equitativo<sup>83</sup>, y se

---

<sup>81</sup> *Vid supra* “Fundamento jurídico de la figura de la opa”.

<sup>82</sup> *Vid supra* “Las actuaciones u operaciones autorizadas por la junta general”.

<sup>83</sup> Sobre el significado de la opa obligatoria, *vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 123 y ss., y sobre el precio equitativo, pp. 293 y ss.; PÉREZ RENOVALES, J., “Artículo 9. Precio equitativo” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007*, *op. cit.*, pp. 230 y ss.

refleja también en el régimen informativo aplicable. Las obligaciones de información impuestas por la Directiva de Opas y transpuestas en los ordenamientos son, en puridad, obligaciones de difusión pública. El artículo 8.2 de esta norma emplaza a los Estados miembros a regular “*la publicación de toda la información o todos los documentos exigidos con arreglo al artículo 6 según normas que garanticen que los titulares de valores, al menos en los Estados miembros en los que los valores de la sociedad afectada estén admitidos a negociación en un mercado regulado, y los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada y del oferente o, en su defecto, los propios trabajadores, puedan obtenerlos fácil y rápidamente*”. Todas las obligaciones de información se configuran como deberes de hacer pública dicha información y, en consonancia con ello, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada debe hacer público el documento que recoja su dictamen motivado de la oferta. La igualdad de trato en el plano informativo sitúa a todos los titulares de valores en igualdad de oportunidades a la hora de valorar la idoneidad de la opa y adoptar una decisión al respecto.

## 2. Función del informe sobre la opa

La obligación del órgano de administración de una sociedad afectada por una opa de opinar sobre la misma se impone, a nuestro modo de ver, por dos motivos fundamentales que dimanarían del artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas y que analizamos a continuación.

En primer lugar, el citado precepto persigue que los destinatarios de una opa puedan valorar la oferta que se les formula “*con pleno conocimiento de causa*” y, en esencia, que tomen una decisión de inversión o desinversión informada y fundamentada<sup>84</sup>. El derecho a decidir “*con pleno conocimiento de causa*” implica que los titulares de valores deben poder entender completamente los motivos o razones de su decisión sobre la oferta<sup>85</sup>; deben poder conocer todas las características del negocio proyectado y, a tal efecto, debe facilitárseles una serie de información en un determinado momento o periodo de tiempo. El artículo 6.2 de la Directiva de Opas obliga al oferente a proporcionar esta información al establecer que “*los Estados miembros velarán por que el oferente tenga la obligación de elaborar y publicar oportunamente un folleto de oferta que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión respecto de la oferta con pleno conocimiento de causa*”. En la misma línea, el artículo 18.2 del RD de Opas determina que el folleto deberá contener, además de los elementos expresamente tasados,

---

<sup>84</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 448; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, pp. 425-426.

<sup>85</sup> Según la Real Academia Española, “conocer” es “averiguar por el ejercicio de las facultades intelectuales la naturaleza, cualidades y relaciones de las cosas” (primera acepción) y “entender, saber, advertir, echar de ver a alguien o algo” (segunda acepción) y “causa” es “motivo o razón para obrar” (segunda acepción).



“cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta”<sup>86</sup>.

No obstante, dicha información no se ha juzgado suficiente para alcanzar el objetivo perseguido. Entendemos que la razón es que, aun cuando el folleto explicativo de la oferta tiene un contenido objetivo tasado y es objeto de supervisión (en España, *ex ante*) por las autoridades competentes, la información vertida en él por el oferente reflejará exclusivamente su percepción del negocio proyectado; percepción que inevitablemente estará sesgada en cuanto que proviene de una de las partes del negocio. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada viene a contrarrestar tal percepción, al contener la visión de “la otra parte de la operación” —en sentido estricto, la otra parte de la operación son los destinatarios de la opa, por cuanto se trata de un negocio de compraventa entre comprador y vendedores; contraponemos opante y opada en sentido figurado, con base en la diferencia de intereses de una y otra respecto de la opa como operación societaria de cambio de control—. En definitiva, se trata de proporcionar a los titulares de valores información que en su conjunto sea integral y ecuánime con la que sean capaces de analizar los pros y contras de la opa desde distintas perspectivas y, así, decidir “con pleno conocimiento de causa”<sup>87</sup>.

En segundo lugar, el artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas establece que el órgano de administración de una sociedad afectada debe “asesorar a los titulares de valores [en la adopción de una decisión respecto a la opa]”. En puridad, la redacción empleada no recoge expresamente una obligación en este sentido, pero la da por sentada al establecer una obligación más concreta, la de presentar un dictamen sobre la opa, “a la hora de asesorar a los titulares de valores”. Así, el informe del órgano de administración no puede circunscribirse a facilitar información puramente objetiva sobre la opa, sino que debe contener un juicio de valor encaminado a orientar la opinión que deben formarse los destinatarios de la opa acerca de la misma<sup>88</sup>. Esta función de asesoramiento nos parece coherente con el régimen informativo societario, que impone a los administradores la obligación de informar y justificar determinadas

---

<sup>86</sup> Así lo preveía también el artículo 12.1 del RD 1197/1991. Vid VIVES RUIZ, F., “Ofertas públicas de adquisición de valores: elementos, procedimiento y desarrollo; ofertas competidoras” en AA.VV., *La sociedad cotizada*, op. cit., pp. 678-679.

<sup>87</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, op. cit., pp. 448-449, habla de información “integral y completa”, “más plural y equilibrada”. SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, op. cit., p. 515, menciona la complementariedad del informe y el folleto explicativo de la opa. En sentido similar, MEGÍAS LÓPEZ, J., “Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes...”, op. cit., p. 7, afirma que “[el proyecto de fusión y el correspondiente informe de administradores] cumplen la función de informar a los socios para que éstos estén en mejores condiciones de “autotutelar” sus propios intereses en su condición de únicos legitimados para adoptar la decisión definitiva [sobre la fusión], y en este sentido desempeñan un papel de protección a priori de los intereses de aquéllos”.

<sup>88</sup> Según SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, op. cit., p. 515, la función del informe es sustancialmente valorativa. Así mismo, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, op. cit., p. 433. Admite informes neutrales GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, op. cit., p. 457.

propuestas de acuerdo que se elevan a la junta general de accionistas con la finalidad de ilustrar el voto que se solicita de los accionistas<sup>89</sup>.

Ahora bien, en el caso de una opa, ¿por qué se exige tal asesoramiento de un tercero que no es el autor de la propuesta objeto de estudio? Subyace la teoría de que los administradores de la sociedad afectada están en mejor situación para valorar la idoneidad de la opa que sus destinatarios por su posición privilegiada en el seno de la sociedad afectada, pues esta condición les otorga un extenso e intenso conocimiento de la sociedad, su funcionamiento y, especialmente, sus proyecciones y capacidad de generar valor sostenible para los accionistas. Este conocimiento permitirá a los administradores comparar el proyecto empresarial existente con el proyecto contemplado por el oferente y determinar qué escenario es capaz de generar un mayor rendimiento en el medio o largo plazo para los accionistas de la sociedad afectada<sup>90</sup>. Además, su conocimiento de la realidad económica de la sociedad les permitirá emitir un juicio de valor fundado acerca de la oferta desde la perspectiva financiera (aun cuando sea habitual respaldar tal juicio con la opinión de un experto independiente)<sup>91</sup>. Asimismo, se entiende que la experiencia, conocimiento y aptitudes de los administradores de la sociedad —esto es, las cualificaciones profesionales que hayan determinado su nombramiento como tales y, en esencia, que hayan llevado a los accionistas a depositar en ellos su confianza y encomendarles la gestión de sus intereses— contribuirán a la formación de una opinión cualificada respecto de la opa en atención a los intereses accionariales que deben promover.

En definitiva, el informe del órgano de administración de la sociedad afectada constituye uno de los elementos fundamentales sobre los que los destinatarios de la opa pueden y suelen, en particular los inversores minoristas, basarse para formarse un juicio de valor sobre la misma<sup>92</sup>. Debe tenerse en cuenta que la decisión de estos inversores respecto de la aceptación de una opa no puede adoptarse, como es frecuente, por imitación de inversores profesionales (cuyas decisiones se presumen razonadas e informadas) o siguiendo la tendencia del mercado en cada momento<sup>93</sup>. El motivo es que el nivel de aceptación de la opa no suele ser objeto de

---

<sup>89</sup> *Vid supra* “Obligaciones generales de información a los accionistas” y “El principio de información”.

<sup>90</sup> *Vid supra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”, donde hemos expresado que la opinión del órgano de administración respecto de la opa no debe apoyarse exclusivamente en criterios financieros (*i.e.*, la contraprestación de la opa) y su capacidad de generar una plusvalía para el accionista aceptante, sino que debe analizar con profundidad el impacto de la opa desde la perspectiva empresarial o industrial para determinar la capacidad del proyecto de crear valor en el largo plazo, en línea con nuestra opinión acerca de los intereses que los administradores han de tutelar en el ejercicio de sus cargos.

<sup>91</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 449; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 424. El Informe Winter también se refirió a la obligación de los administradores de asesorar a los accionistas de la sociedad con base en su conocimiento de la realidad societaria y su responsabilidad y su responsabilidad en la estrategia y los asuntos diarios de la sociedad (p. 288).

<sup>92</sup> En este sentido, DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 525.

<sup>93</sup> GILSON, R., KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency”, *op. cit.*, pp. 549 y ss.

publicación, salvo en casos en que así lo prescriba la autoridad competente como ha sucedido en España, por ejemplo, en supuestos de opas formuladas por la propia sociedad afectada sobre sus valores. En consecuencia, los inversores minoristas carecerán de un modelo de conducta inversora que les sirva de referente en la concreta decisión de aceptación o rechazo de la opa. En este contexto, el informe del órgano de administración constituye un elemento valioso por cuanto contiene la opinión de unos sujetos a los que los accionistas han confiado la gestión de sus intereses con base en sus capacidades y confiabilidad al efecto.

Además, la publicación de esta opinión y, con frecuencia, de la valoración de la contraprestación de la opa por un experto independiente, ahorra a los accionistas los costes de recabar y procesar la información necesaria para valorar correctamente la idoneidad de la opa, en consonancia con el principio de información rector de los mercados de valores.

A la luz de todo lo anterior, concluimos que la obligación del órgano de administración de elaborar un informe acerca de la opa conecta con el principio de información rector del comportamiento de la sociedad afectada tanto en su dimensión bursátil como en su dimensión societaria. El informe viene a complementar los elementos de juicio disponibles para valorar las bondades de la oferta y, en definitiva, a informar y orientar la decisión de inversión de sus destinatarios. Asimismo, la obligación de difusión pública del informe viene inspirada por el principio de igualdad de trato, pues con ella se pretende orientar la decisión de todos los destinatarios de la opa por igual, con independencia del momento de adquisición de los valores que les atribuyen tal condición, del volumen de dichos valores y de su correlativa posición respecto de la sociedad afectada.

### **3. Significado jurídico-societario de la obligación de publicar el informe**

#### **3.1. Obligación de publicar un informe: expresión de la primacía accionarial**

Hemos visto que, detrás de la Directiva de Opas, yace la opción la primacía accionarial, entendida como la atribución a los accionistas del poder de decisión en el seno de la sociedad (poder que se ejerce colectivamente en sede de junta general e individualmente mediante las decisiones de inversión y desinversión). El derecho a la libre decisión de los accionistas respecto de la idoneidad de la opa y el correlativo deber de pasividad de los administradores así lo reflejan, pues se pretende que toda decisión que afecte al desenvolvimiento de la opa, incluyendo su aceptación o rechazo, sea tomada por los destinatarios de la misma sin injerencia de otros sujetos (particularmente, de los administradores de la sociedad afectada). En el mismo sentido, la obligación de los administradores de asesorar a los accionistas en la toma de su decisión presupone la atribución a estos últimos de la decisión última sobre la oferta.

Podría objetarse que las razones que motivan la obligación del órgano de administración de publicar su opinión sobre una opa en vuelo contradicen lo anterior. En efecto, se opta por la primacía accionarial y, a renglón seguido, se articula un mecanismo para que el grupo a quien

se deniega la capacidad de decisión asesore al grupo a quien se otorga la misma, con la convicción de que el primero está mejor posicionado que el segundo para valorar la oferta formulada. No obstante, consideramos perfectamente compatible esta obligación con la opción por la primacía accionarial. Es indudable que la gestión de la sociedad moderna y, particularmente, de la gran sociedad cotizada, se ha profesionalizado, trasladándose a un grupo especializado las competencias y el control en la actividad diaria de la sociedad. Sin embargo, en jurisdicciones como España se trata de preservar la capacidad de decisión de los accionistas como mecanismo de salvaguarda de sus intereses, puesto que éstos soportan en última instancia todo el riesgo del negocio. Ahora bien, tal reparto de competencias no sitúa a los administradores al margen de toda decisión que competa a los accionistas, sino que se espera de ellos una labor informadora, cuando no propulsora, y orientadora del sentido del voto de los accionistas.

Lo mismo sucede en el contexto de una opa. Los administradores no pierden su condición de grupo profesional y especializado establecido en el seno de la sociedad afectada al servicio de los intereses de sus accionistas. Esta condición, como hemos explicado, les permite valorar correctamente la idoneidad de la opa desde las perspectivas empresarial y financiera<sup>94</sup>. A nuestro modo de ver, colige de su deber de lealtad una tarea de asesoramiento a los accionistas y, especialmente, a aquellos que carezcan de los recursos necesarios para realizar el mismo ejercicio de forma individual. Pero lo anterior no puede traducirse en una alteración de la capacidad de decisión, ni mucho menos de la capacidad de inversión o desinversión de los accionistas de la sociedad afectada, que cobra especial importancia en el marco de una opa al ofrecérseles precisamente una salida de la sociedad afectada.

### **3.2. Obligación de publicar un informe: expresión de la superioridad del interés accionarial**

En el primer capítulo también hemos establecido que subyace al contenido de la Directiva de Opas el posicionamiento a favor de la superioridad de los intereses accionariales como intereses dignos de protección primordial en el ámbito societario frente a los intereses de otros grupos afectados por el negocio o la empresa. En efecto, se atribuye toda decisión concerniente a la opa a sus destinatarios y se permite que tal decisión se tome en atención a los intereses particulares de cada accionista.

Se plantea cómo conecta esta opción de política legislativa con la obligación del órgano de administración de pronunciarse sobre las repercusiones de una opa en vuelo sobre “el

---

<sup>94</sup> En este sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 449, afirma que “*es claro que los administradores, a quienes cabe presumir una mayor información sobre la realidad económica de la sociedad afectada, están en condiciones de proporcionar una opinión particularmente cualificada en relación con elementos esenciales de la oferta, como podrían ser la razonabilidad de la contraprestación ofrecida o la consistencia de los proyectos empresariales anunciados por el oferente*”.

*conjunto de intereses de la sociedad*” (artículo 9.5 de la Directiva de Opas, recogido en términos muy similares en los ordenamientos estudiados en este trabajo). A nuestro juicio, esta previsión no desvirtúa la jerarquía de intereses prevista por nuestro Derecho de sociedades<sup>95</sup>. Desde que la decisión de aceptación de la opa se otorga a los accionistas, es claro que tal decisión se hace depender de los intereses accionariales; en concreto, cada destinatario de la opa tomará su decisión de inversión en función de sus propios intereses, sin que deba exigirse la consideración de intereses ajenos<sup>96</sup>. En nuestra opinión, la obligación de los administradores de opinar sobre el impacto de la oferta en los distintos intereses de la sociedad afectada obedece, de un lado, a la necesidad de tener en cuenta todas las áreas de la sociedad afectada para poder valorar correctamente la opa desde la perspectiva empresarial y a la conveniencia de proporcionar tal información a los accionistas para que éstos, a su vez, puedan valorar qué proyecto generará más valor para ellos desde un punto de vista no estrictamente financiero; y, de otro lado, a la preocupación que algunos Estados miembros manifestaron durante la tramitación de la Directiva de Opas por el colectivo de trabajadores de las sociedades involucradas en una opa.

## **V. NATURALEZA Y ORDENACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN INFORME SOBRE LA OPA**

### **1. Una obligación del órgano de administración y de cada uno de sus miembros**

Tanto el artículo 9 de la Directiva de Opas como el artículo 134 del TRLMV establecen dos obligaciones esenciales del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada por una opa: el deber de pasividad y el deber de publicar un informe que recoja su opinión sobre la opa. Ambos preceptos lo recogen así en sus respectivos títulos (*“Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada”* y *“Obligaciones de los órganos de administración y dirección”*, respectivamente). La emisión de una opinión sobre la opa es por tanto una auténtica obligación orgánica que vincula al órgano colegiado en cuanto que tal, y al órgano colegiado en pleno<sup>97</sup>. El apartado f) del artículo 249 *bis* de la LSC prohíbe la delegación de la formulación de cualquier clase de informe exigido por la ley al órgano de administración, siempre y cuando la operación a la que se refiere el informe no pueda ser delegada. Esta norma se refiere a los informes que los administradores deben elaborar en relación con las propuestas

---

<sup>95</sup> En la misma línea, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 430.

<sup>96</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 453, afirma que no puede encargarse a los accionistas la carga de velar con sus decisiones por los intereses laborales y sociales afectados por la opa en cuestión.

<sup>97</sup> En este sentido, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 429. No pocas sociedades cotizadas incluyen esta obligación en el catálogo de competencias del consejo de administración previsto en sus estatutos sociales o en su reglamento del consejo de administración.

de acuerdo que sometan a la aprobación de la junta general, exceptuando aquellos acuerdos que hayan sido delegados en el órgano de administración y, por tanto, no requieran de la elaboración de un informe de administradores (*e.g.*, un aumento de capital acordado en virtud de una delegación de capital autorizado). No obstante, entendemos que, por analogía con ese precepto y con base también en la trascendencia del informe del órgano de administración y el desarrollo reglamentario de la obligación de elaborarlo (y particularmente, de su contenido), no cabría delegar esta obligación en los órganos delegados del consejo de administración, si los hubiera.

Por otra parte, de conformidad con lo previsto en el artículo 24 del RD de Opas, como veremos, el contenido preceptivo del informe no se ciñe a la expresión de la voluntad del órgano colegiado (voluntad que se ha de formar de acuerdo con el principio de mayoría vigente en nuestro Derecho societario). Debe también incluir la opinión individual de los miembros que disientan de la opinión mayoritaria, así como las intenciones individuales acerca de la oferta de cada uno de los administradores que reúnan también la condición de destinatarios de la opa. Lo mismo sucede con los informes justificativos de actuaciones objeto del deber de pasividad<sup>98</sup>. De forma similar, aunque voluntaria, el Código de Buen Gobierno recomienda a los consejeros y al secretario, incluso cuando no sea consejero, de las sociedades cotizadas que “*expresen claramente su oposición cuando consideren que alguna propuesta de decisión sometida al consejo de administración puede ser contraria al interés social [y] que otro tanto hagan, de forma especial, los independientes y demás consejeros a quienes no afecte el potencial conflicto de intereses, cuando se trate de decisiones que puedan perjudicar a los accionistas no representados en el consejo de administración*” (recomendación 23) y que se deje constancia en acta de “[la] preocupación [que manifiesten los consejeros o el secretario] sobre alguna propuesta o, en el caso de los consejeros, sobre la marcha de la sociedad y tales preocupaciones no queden resueltas en el consejo de administración” (recomendación 28). Se pretende fomentar la claridad informativa y evitar que las opiniones minoritarias se pierdan a causa de la regla de la mayoría. La emisión del informe conlleva por tanto una obligación individual de cada administrador precisamente por su condición de vocal del órgano de administración que, por tanto, forma parte de los deberes inherentes al cargo de administrador de la sociedad afectada<sup>99</sup>.

## 2. Relación de la obligación de publicar un informe con el deber de pasividad

La relación entre la obligación de los administradores de pronunciarse sobre la opa y el deber de pasividad ha suscitado dudas considerables. Nos hemos referido ya a la incongruencia que, según algunos autores, supone el hecho de detraer de los administradores la facultad de decidir

---

<sup>98</sup> Vid *supra* “Obligación de elaborar un informe justificativo de la actuación propuesta”.

<sup>99</sup> DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, pp. 526-527, distinguen entre obligaciones del órgano de administración y obligaciones de sus miembros individualmente considerados.

sobre la idoneidad de la opa y, sin embargo, imponerles el deber de opinar sobre ella para asesorar a los decisores. También hemos expresado la perfecta compatibilidad que, en nuestra opinión, existe entre ambas normas en línea con la condición de los administradores como órgano profesional puesto al servicio de los intereses de los accionistas. En consonancia con esta defendida compatibilidad, consideramos que la elaboración del preceptivo informe del órgano de administración sobre la opa no constituye una excepción al deber de pasividad, sino una actuación ajena a su objeto (en línea con la comparación empleada anteriormente, estaríamos ante una renta no sujeta, frente a las rentas sujetas y exentas)<sup>100</sup>. Exponemos seguidamente nuestros motivos, que son de cariz formal, sustancial y finalista.

En el plano puramente formal, corrobora nuestra tesis el hecho de que los artículos 9 de la Directiva de Opas y 134 del TRLMV no interrelacionan ambas normas como una obligación y una excepción, sino como dos obligaciones propias, y lo hacen así expresamente en sus títulos (*“Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada”* y *“Obligaciones de los órganos de administración y dirección”*, respectivamente) y tácitamente al prescindir de conectores de excepción del estilo de “sin perjuicio de lo anterior” o “como excepción a lo anterior”, o conectores de contraste tales como “no obstante” o “sin embargo”.

Desde la perspectiva sustancial, al analizar el alcance objetivo del deber de pasividad hemos concluido que lo integran aquellas actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa por su capacidad de provocar el desistimiento del oferente en los supuestos legalmente tasados (*i.e.*, por imposibilidad material de llevar a cabo su oferta o por inviabilidad manifiesta del proyecto emprendido, reconducido este último supuesto a la doctrina *rebus sic stantibus*) o de causar un resultado negativo de la opa al margen de la decisión de sus destinatarios. Hemos excluido expresamente del objeto de esta norma de conducta las actuaciones que puedan influir en la decisión de los destinatarios de la opa e indirectamente derivar en un resultado negativo de la opa, entendido como la no aceptación de la oferta por el umbral mínimo fijado o pretendido por el oferente, siempre y cuando se garantice la toma de decisión los destinatarios de la opa de manera libre y con pleno conocimiento de causa<sup>101</sup>. Así pues, no reunirán la capacidad de impedir el éxito de una opa las actuaciones consistentes en la emisión de información negativa acerca de la opa, ya sea a través de campañas publicitarias, de *roadshows* de inversores o del propio informe sobre la opa, en el entendido de que dicha información ha de ser veraz, correcta y no susceptible de causar engaño o confusión.

Conectado con lo anterior, desde el punto de vista teleológico, el deber de pasividad es un instrumento de tutela del derecho de los titulares de valores afectados por una opa a decidir

---

<sup>100</sup> En el mismo sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 450. En sentido opuesto, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *op. cit.*, p. 2727.

<sup>101</sup> *Vid supra* “Concepto de capacidad de impedir el éxito de una opa” y “Especial consideración de la difusión de opiniones sobre la opa”.

libremente sobre la idoneidad de la misma. El informe del órgano de administración complementa lo anterior al permitir que la decisión, además de libre, sea fundada. Ambas normas fluyen por tanto en la misma dirección, protegiendo los intereses de un mismo colectivo en una misma materia. Siendo así, su relación es necesariamente de complementariedad, y no de excepcionalidad (de regla general y excepción). Las excepciones a las normas jurídicas se introducen como forma de establecer un equilibrio entre el interés protegido por la regla general y otros intereses chocantes que resultarían perjudicados por ella, pero que también se consideran dignos de tutela. No es este el caso del informe sobre la opa.

En otro orden de cosas, hemos apuntado también que la opinión del órgano de administración acerca de la opa constituye su principal arma de negociación para conseguir una mejora de las condiciones de la oferta. El órgano de administración podrá contactar al oferente y solicitar determinadas modificaciones en su proyecto, so pena de tener que emitir una opinión desfavorable acerca de la opa. Así, los administradores estarán facultados para trasladar al oferente los aspectos respecto de los cuales sus observaciones vayan a ser, en principio, negativas y dejar a su criterio una modificación (mejora) de los mismos. En la práctica, esta técnica ha resultado en diversas ocasiones en una mejora de la opa, ya sea del importe o naturaleza de la contraprestación ofrecida o de los planes estratégicos del oferente respecto a áreas o activos específicos de la sociedad afectada. Naturalmente, una actuación en este sentido debería realizarse en todo caso en observancia del deber de lealtad, esto es, con la finalidad de lograr una mejora para los intereses de la sociedad afectada. En ningún caso podrían los administradores valerse de su obligación de opinar sobre la opa para conseguir réditos particulares en caso de éxito de la oferta. Esta facultad de los administradores tampoco choca con el deber de pasividad pues, con base en la delimitación del objeto de este último, hemos excluido las negociaciones o contactos con el oferente en búsqueda de una mejora de la oferta.

### **3. Encuadre en los deberes generales de los administradores**

Ya hemos determinado en este trabajo la necesaria vigencia de los deberes generales de diligencia y lealtad de los administradores en el marco de una opa, sin perjuicio de la entrada en vigor de determinadas normas de conducta específicas como el deber de pasividad. Lo mismo sucede en relación con la elaboración, aprobación y publicación del informe sobre la opa y con el propio posicionamiento de cada administrador respecto de la opa<sup>102</sup>.

Así, en la realización de estos ejercicios, los administradores habrán de asegurarse de que se comportan diligentemente. Esta obligación pasa especialmente por la obtención de asesoramiento y por el deber de informarse.

---

<sup>102</sup> *Vid supra* “Un deber autónomo”. En la misma línea, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 430.



En lo que al asesoramiento se refiere, es habitual que el órgano de administración de una sociedad afectada por una opa recabe asesoramiento legal y financiero en relación con todas sus actuaciones en el transcurso de la operación. El asesoramiento financiero se contrata esencialmente en relación con la contraprestación de la opa, solicitándose a uno o varios expertos independientes que opinen sobre la *fairness* de la contraprestación ofrecida en la opa. Se solicita que valoren la sociedad afectada mediante los métodos de valoración que consideren oportunos y que, sobre la base de tal valoración, determinen si el valor implícito en la contraprestación es *fair*. Habitualmente, el órgano de administración se apoyará en las opiniones de los expertos independientes para formar su opinión acerca de la opa o, cuando menos, para emitir sus observaciones a favor o en contra del importe de la contraprestación<sup>103</sup>. Por su parte, el asesoramiento legal se recabará con la finalidad de garantizar que el órgano de administración observa las normas de conducta aplicables en presencia de una opa (esencialmente, el deber de pasividad) y que el correspondiente informe sobre la opa cumple con los requisitos legales de contenido, forma, plazo, difusión y procedimiento de elaboración y aprobación descritos en este capítulo. También hemos defendido que la trascendencia del lanzamiento de una opa para la sociedad afectada y el conjunto de grupos afectados por la misma justifica la obtención de asesoramiento profesional externo en línea con las recomendaciones del Código de Buen Gobierno y, en esencia, con el deber de diligencia de los administradores. Sin perjuicio de lo anterior, tal asesoramiento no debe interpretarse como un elemento de mitigación de la responsabilidad de los administradores ni sobre-contratarse como forma de excepcional —excesiva— prudencia, pues incrementaría innecesariamente los costes asociados a la opa y ralentizaría la capacidad de actuación del órgano de administración.

En cuanto al deber de informarse, o el deber de actuar de manera informada<sup>104</sup>, éste cobrará especial relevancia a la hora de redactar el informe sobre la opa ya que la opinión que los administradores emitan en él habrá de ser motivada. Para ello, los administradores deberán basarse, de un lado, en la información que haya publicado el oferente acerca de las características de la oferta y de sus planes e intenciones respecto de las distintas áreas de la sociedad afectada en caso de éxito de la misma y, de otro lado, en la información privada de la sociedad afectada sobre su propia estrategia empresarial y proyecciones de resultados para el medio o largo plazo. La comparativa de una y otra información permitirá a los administradores evaluar la capacidad del proyecto del oferente de generar mayor valor para los accionistas de la sociedad afectada que el actual proyecto de su órgano gestor y, en consecuencia, valorar la idoneidad de la opa.

Se plantea qué volumen de información se considera suficiente para que los administradores cumplan el deber de actuar de manera informada comprendido en su deber de

---

<sup>103</sup> Vid *supra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

<sup>104</sup> LLEBOT MAJO, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, op. cit., pp. 66 y ss., se refiere a ello como el deber de investigar o *duty of inquiry*.

diligencia. Respecto a la información procedente del oferente, a nuestro juicio podrá limitarse al estudio del folleto explicativo de la opa y, en su caso, de la restante información (notas de prensa, presentaciones informativas, etc.) que haya publicado en relación con la misma. En cuanto a la información privada de la propia sociedad afectada, consideramos que los administradores deben recabar aquella información que sea relevante para llevar a cabo el ejercicio de valoración descrito, siempre que esté razonablemente a su alcance desde la perspectiva del coste económico y temporal<sup>105</sup>. Así, deberían recabar la información disponible sobre las líneas estratégicas de la sociedad, el plan de negocio, las proyecciones de resultados que eventualmente se hayan elaborado o las valoraciones o informes de análisis sobre la sociedad que hayan realizado terceros independientes. Los administradores habrán de asegurarse de la suficiencia de esta información para formarse una opinión acerca de la opa en vuelo y, en este sentido, consideramos que los externos deberían ser excepcionalmente cautelosos en su labor de información o investigación, pues naturalmente dispondrán de menor detalle acerca de la sociedad afectada que los consejeros ejecutivos que desempeñen funciones internas y, por tanto, tengan un conocimiento pormenorizado y actualizado de la evolución de la sociedad. En relación con este deber de información, el artículo 529 *quinquies* de la LSC impone al presidente del consejo de administración de las sociedades cotizadas, con la colaboración del secretario, el deber de velar por que se proporcione a los consejeros con antelación suficiente la información necesaria para deliberar y adoptar los acuerdos relativos a los asuntos a tratar en cada reunión del consejo. Tal información debería proporcionarse no más tarde de la convocatoria del consejo llamado a aprobar el informe sobre la opa, con el fin de proporcionar a los consejeros tiempo suficiente para el estudio y preparación de la correspondiente reunión del consejo.

Por otra parte, defendemos que el deber de lealtad ha de regir la actuación de los administradores en todo momento. En particular, se mantendrán en vigor todas las normas relativas a la existencia de conflictos de interés, con las particularidades que veremos a continuación sobre la preceptiva participación de todos los miembros, incluso los conflictuados, en la elaboración del informe sobre la opa. En nuestra opinión, el artículo 24.1 del RD de Opas obliga a los administradores en situación de conflicto de interés a participar en la elaboración del informe y a pronunciarse sobre la opa. Para neutralizar los conflictos de interés, se obliga a los administradores a describir sus conflictos en el informe, sustituyéndose así el deber de abstención por el principio de información como solución a los conflictos de interés<sup>106</sup>.

En todo caso, los administradores en conflicto no podrán atender a los intereses chocantes con el social a la hora de emitir sus opiniones acerca de la opa, y ello por dos motivos. Primero, por la propia función del informe como elemento de juicio sobre el que los destinatarios pueden adoptar su decisión de aceptación o rechazo de la opa. Puesto que el

---

<sup>105</sup> Hemos defendido la aplicación de estos criterios con carácter general en “Deber de diligencia”.

<sup>106</sup> *Vid infra* “Aprobación del informe sobre la opa”.

informe pretende orientar la decisión de inversión de cada destinatario de la opa, su contenido no deberá estar afectado por factores externos que no sean en el mejor interés de los destinatarios del informe y tomadores de la decisión sobre la opa<sup>107</sup>. Y, segundo, porque el asesoramiento vertido en el informe podrá orientar otras decisiones societarias coincidentes en el tiempo con la decisión de aceptación o rechazo de la opa (supongamos en el extremo que se ha convocado una junta general para decidir sobre la adopción de una actuación con capacidad de impedir el éxito de la opa en vuelo). Las propuestas de acuerdo que se elevan a la junta general y han de ser informadas previamente por el órgano de administración han de serlo a la luz del interés social con la finalidad de que también sean adoptadas en atención a éste. Por último, advertimos que, a nuestro juicio, la descripción de los conflictos de interés existentes se impone como herramienta para neutralizar la emisión de opiniones inconscientemente influidas por intereses extrasociales, pero no deliberadamente orientadas a satisfacer éstos, pues entraríamos en este caso en los escabrosos terrenos de la mala fe y del incumplimiento doloso de los deberes de los administradores que no deben constituir, creemos, el punto de partida de la elaboración de las normas de conducta de los administradores.

#### 4. Incidencia del deber de coherencia

En el segundo capítulo hemos defendido la exigibilidad a los administradores de la sociedad afectada de un deber de coherencia a lo largo del proceso de la opa, con base tanto en sus deberes generales de diligencia y lealtad como en el deber de buena fe para con terceros<sup>108</sup>. Este deber de coherencia se traduce esencialmente en que su posicionamiento respecto de la opa habrá de ser coherente durante el transcurso de la misma (*ceteris paribus*). En virtud de este deber, en caso de que el órgano de administración opte por elevar a la junta una actuación capaz de impedir el éxito de la opa, deberá preceder un ejercicio de posicionamiento respecto de la oferta que garantice la congruencia de la propuesta con la opinión que se proponga verter en el preceptivo informe sobre la opa<sup>109</sup>. Huelga mencionar que, en el caso de una opa preparada o negociada previamente con la intervención del órgano de administración, la actuación de los administradores en esta fase inicial también predeterminará su conducta en fases posteriores al lanzamiento de la oferta. La emisión de una opinión y la contraria por distintos cauces de comunicación desnaturalizaría la función del informe sobre la opa, pues perdería su fiabilidad y, en esencia, su condición de elemento de juicio cualificado sobre el que fundamentar la decisión de aceptación o no de la opa en vuelo.

---

<sup>107</sup> FERNÁNDEZ TORRES, I., “Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas”, *op. cit.*, p. 28, considera que el informe del órgano de administración puede constituir un elemento de desinformación en caso de conflicto de interés.

<sup>108</sup> *Vid supra* “Deber de coherencia durante el transcurso de la opa”.

<sup>109</sup> Establecemos este orden cronológico a la luz del calendario natural de una opa y del plazo para emitir el referido informe, pero teóricamente la emisión del informe podría preceder a la convocatoria de una junta llamada a decidir sobre una actuación capaz de impedir el éxito de una opa o, cuando menos, a su celebración.

## **VI. GESTIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ADMINISTRADORES**

A lo largo del trabajo hemos insistido en la necesidad de apreciar caso por caso los conflictos de interés de los administradores en relación con la opa. De cara a la elaboración del informe sobre la opa, entendemos que los conflictos en los que los administradores de la sociedad afectada podrán incurrir son idénticos a los que hemos señalado en el capítulo anterior al hilo de la gestión de las actuaciones objeto del deber de pasividad. Por ello, nos remitimos a nuestras reflexiones realizadas en dicha sección del trabajo y entramos directamente a analizar las herramientas legales existentes para neutralizar su impacto en el informe sobre la opa<sup>110</sup>.

### **1. Deber de comunicar la existencia de un conflicto de interés**

Los administradores que incurran en una situación de conflicto de interés deben comunicarlo al órgano de administración *ex* artículo 229 de la LSC. Hemos aventurado ya que la normativa de opas establece un régimen especial para estas situaciones en virtud del cual no se impone a los administradores afectados un deber de abstención en la preparación del informe sobre la opa, sino un refuerzo de sus obligaciones de información al público acerca de la existencia y naturaleza del conflicto de interés que pueda nublar la capacidad de emitir un juicio objetivo sobre la opa. El fundamento de este régimen especial reside en que se considera más beneficioso para los destinatarios de la opa conocer las distintas opiniones de los administradores acerca de la opa a la hora de formarse su propia opinión, siempre y cuando el contexto en el que tales opiniones se hayan emitido —y los posibles condicionantes o sesgos detrás de las mismas— sea debidamente publicado.

Sin perjuicio de lo anterior, la norma societaria relativa a la comunicación de conflictos de interés en el seno del órgano de administración sí debe aplicarse en la circunstancia excepcional de una opa. La razón es que los administradores también deben conocer de los conflictos de interés existentes para evitar que su juicio de valor individual se vea indebidamente influido por los intereses particulares de sus homólogos. Por ello, con anterioridad a la emisión del informe, los administradores en conflicto deberían comunicar al resto del órgano de administración la situación en que se encuentran. Como hemos mencionado en capítulos anteriores, tal comunicación debería producirse tan pronto como se tenga conocimiento de la existencia del conflicto de interés.

### **2. Deber de informar sobre los conflictos de interés en el informe sobre la opa**

El artículo 24.1 del RD de Opas desarrolla los extremos que han de figurar en el informe del órgano de administración de la sociedad afectada por una opa. Este precepto engrosa el mínimo

---

<sup>110</sup> *Vid supra* “Posibles conflictos de interés: necesaria apreciación *ad hoc*”.

exigible por el artículo 9.5 de la Directiva de Opas, igual que sucede en los distintos ordenamientos analizados en este trabajo. A continuación, desgranamos cada uno de los elementos que debe contener el informe que elaboren las sociedades afectadas por una opa en España, no sin antes advertir de que, a nuestro juicio, este listado debe interpretarse como una obligación de mínimos. Entendemos que los administradores pueden dotar al informe del contenido que juzguen oportuno para cumplir su deber de asesoramiento a los destinatarios de la opa y, con ello, garantizar una toma de decisión sobre la opa con pleno conocimiento de causa<sup>111</sup>. Hemos categorizado los elementos que debe contener el informe en dos grupos: (i) aquellos que permiten conocer las opiniones de los administradores sobre la opa y (ii) aquellos que permiten contextualizar dichas opiniones. Estos últimos son los que, defenderemos, sirven para neutralizar el impacto de los conflictos de interés en el informe sobre la opa.

## **2.1. Elementos que informan de la opinión de los administradores sobre la opa**

### **2.1.1. Observaciones a favor o en contra de la opa**

En primer lugar, el artículo 24.1 del RD de Opas exige que el informe contenga las observaciones del órgano de administración de la sociedad afectada a favor o en contra (de la opa, se sobrentiende). La inclusión de esta mención trae causa de la normativa española anterior a la transposición de la Directiva de Opas, pues el artículo 9.5 de ésta no incluye ninguna mención similar mientras que el artículo 20.1 del RD 1197/1991 emplazaba al órgano de administración a incluir en el informe sus observaciones a favor o en contra de la opa.

Con carácter general, el informe del órgano de administración debe ser “*detallado*” y “*motivado*” *ex* artículo 24.1 del RD de Opas<sup>112</sup>. Por lo tanto, las observaciones a favor o en contra de la opa también habrán de ser detalladas y motivadas. A nuestro parecer, esta exigencia se traduce en que las observaciones favorables o contrarias a la opa habrán de versar sobre aspectos concretos de la misma, como su alcance, su contraprestación, las condiciones impuestas por el oferente o los planes previstos en caso de éxito de la opa<sup>113</sup>. En este sentido, es habitual que los informes de los órganos de administración elaborados conforme al RD de

---

<sup>111</sup> En la misma línea, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 451.

<sup>112</sup> *Vid supra* “Contenido del informe” para un análisis del requisito de detalle que se exige en los informes justificativos de las propuestas de actuación con capacidad de impedir el éxito de una opa y que, a nuestro juicio, es trasladable al informe del órgano de administración sobre la opa.

<sup>113</sup> En la misma línea, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 432.

Opas contengan una sección relativa a las cuestiones específicas de la oferta que el consejo de administración, como órgano colegiado, valora positivamente<sup>114</sup>.

¿A qué aspectos debe referirse el informe? A los que el consejo de administración considere relevantes para valorar la idoneidad de la opa. Revestirán especial importancia las observaciones del consejo de administración respecto a la contraprestación ofrecida, tanto por su naturaleza (en efectivo, en especie, una combinación o una alternativa entre ambas) como por su importe. Es habitual —nos atreveríamos a afirmar que universal— que los órganos de administración de sociedades afectadas cotizadas en España se pronuncien respecto a la naturaleza y el valor de la contraprestación ofrecida. Habitualmente, esta opinión se respalda con uno o varios informes de expertos independientes contratados para opinar sobre la equidad (*fairness*) del precio de la opa. Estos expertos comparan el precio ofrecido por los valores de la sociedad afectada con el valor de la propia sociedad calculado según los métodos de valoración de empresas que consideren adecuados. Con base en tal comparación, los expertos manifiestan si, a su juicio, el precio de la opa es *fair*. Hemos expresado en el capítulo anterior que la opinión del órgano de administración acerca de una opa no debería construirse exclusivamente en torno a la valoración financiera de la oferta. Al revés, los administradores deberían analizar el negocio proyectado desde el punto de vista empresarial y valorar su conveniencia en función de su capacidad de generar valor para los accionistas en el medio o largo plazo<sup>115</sup>. No obstante, no puede obviarse la naturaleza del negocio de la opa —una compraventa de valores— y la consiguiente configuración del precio como uno de los elementos centrales a analizar por los destinatarios de la oferta al decidir sobre su aceptación o rechazo. Por ello, nos parece lógico e incluso recomendable que los administradores se pronuncien al respecto o, cuando menos, proporcionen a los destinatarios de la opa elementos de juicio sobre los que formarse su propia opinión (*e.g.*, las *fairness opinions*), aunque el precio no sea un elemento determinante de la valoración final de la opa por los administradores.

En el caso de que, efectivamente, el órgano de administración solicite la elaboración de una o varias *fairness opinions*, consideramos que deberían adjuntarse al informe o bien hacerse constar su contenido o, al menos, sus conclusiones, en el cuerpo del mismo, con la finalidad de informar a los destinatarios de la opa sobre las opiniones de los expertos contratados al efecto<sup>116</sup>.

Por otra parte, las observaciones que se hagan constar en el informe deberán justificarse<sup>117</sup>. Tal justificación deberá realizarse, a su vez, desde la óptica del interés social, de

---

<sup>114</sup> Todos los informes emitidos por los órganos de administración de sociedades cotizadas en España que hayan sido objeto de una opa desde 1988 están disponibles en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), publicados como hechos relevantes en las pestañas correspondientes a la sociedad afectada en cuestión.

<sup>115</sup> *Vid supra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

<sup>116</sup> La práctica en España no es uniforme respecto a la publicación de las *fairness opinions* en sí, pero sí lo es en cuanto a la reproducción de sus conclusiones en el cuerpo del informe.

<sup>117</sup> Así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 516-517.

manera que los administradores habrán de valorar las bondades de los distintos aspectos de la opa desde la perspectiva de los destinatarios de la misma, con arreglo a su deber general de lealtad para con los intereses accionariales.

### 2.1.2. Repercusiones de la opa y los planes estratégicos del oferente

El artículo 24.1 del RD de Opas establece que el informe comprenderá “*las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad*”. En primer lugar, destacamos que esta mención no estaba recogida en el RD 1197/1991, sino que procede directamente de los artículos 3.1.b) y 9.5 de la Directiva de Opas<sup>118</sup>. No obstante, la redacción se desvía —a nuestro juicio desacertadamente— del precepto comunitario, que impone la inclusión, no de estos extremos, sino de un dictamen motivado al respecto. La norma comunitaria pretende por tanto que el informe contenga un juicio de valor sobre estas cuestiones, mientras que la norma española parece referirse, exclusivamente, a una descripción objetiva de las mismas. Entendemos que se trate de un desatino en la transposición y que el pronunciamiento sobre las repercusiones de la opa y los planes estratégicos del oferente debería ir acompañado de una valoración al respecto, para que el órgano de administración cumpla efectivamente la función informativo-asesora que se le ha encomendado.

La obligación de incluir esta mención en el dictamen del órgano de administración se incluyó en la Directiva de Opas para dar respuesta a las preocupaciones en relación con el empleo manifestadas por diversos Estados miembros durante la tramitación de la norma. Aunque las instituciones europeas dejaron claro que la Directiva de Opas no podía ni debía regular las opas desde la perspectiva laboral<sup>119</sup>, tales preocupaciones han quedado marcadas a lo largo de la Directiva, que contiene diversas disposiciones encaminadas a tutelar los derechos del colectivo de trabajadores de las sociedades involucradas en la opa. En particular, se impuso al oferente la obligación de pronunciarse sobre sus intenciones en relación con el empleo, las condiciones de trabajo y la localización de los centros de actividad (artículo 6.3.i) de la Directiva de Opas) y, en aras de contrarrestar tal información y de proporcionar un juicio de valor al respecto a los destinatarios de la opa, se impuso la correlativa obligación del órgano de administración de la sociedad afectada de emitir una opinión sobre dichas intenciones.

La normativa española extiende considerablemente los planes estratégicos e intenciones que debe manifestar el oferente en el folleto de la opa y, por ende, sobre los que debe pronunciarse el órgano de administración de la sociedad afectada. En nuestra opinión, esta extensión favorece la toma de una decisión informada acerca de la idoneidad de la opa, pues se

<sup>118</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 452.

<sup>119</sup> En el texto de conciliación elaborado en 2001 (COM (2001) 77 final) se rechazó una enmienda introducida por el Parlamento Europeo aduciendo que la enmienda hacía “*más bien referencia al derecho social, que ya está regulado por otras directivas [...]*”.

proporciona a los destinatarios de la opa más elementos sobre los que fundar su opinión sobre ella. Además, los aspectos sobre los que debe informarse se refieren esencialmente al impacto de un posible cambio de control en las distintas áreas de la sociedad afectada (más allá del área puramente laboral a la que se refiere la Directiva de Opas)<sup>120</sup>. Esta información permite evaluar la idoneidad de la opa desde la perspectiva industrial y la capacidad del proyecto del oferente de generar valor en el medio o largo plazo. En otras palabras, permite al órgano de administración posicionarse acerca de la opa desde la óptica del interés social, entendido como el interés accionarial en la creación de valor sostenible, sin tener que limitarse a una valoración exclusivamente financiera de la opa que, entendemos, no es el objetivo pretendido.

### 2.1.3. Opinión de los administradores sobre la opa

El artículo 24.1 del RD de Opas prevé que el informe del órgano de administración deberá contener la opinión de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada respecto de la opa y especifica que, si tales miembros mantienen posiciones distintas en relación con la opa, deberán incorporarse al informe las opiniones de aquellos que se encuentren en minoría. Este artículo, cuya redacción no dimana de la Directiva de Opas, sino del artículo 20.1 del RD 1197/1997, es la máxima expresión de la función valorativa o asesora que debe desempeñar el informe o el órgano de administración a través del mismo. La “opinión” se define como el “juicio o valoración que se forma una persona respecto de algo o de alguien” (primera acepción según la Real Academia Española). Por ello consideramos que no cabe la emisión de informes neutrales que se limiten a reproducir la información vertida en el folleto explicativo de la opa y, todo lo más, a transmitir la opinión de un experto independiente respecto de la *fairness* de la contraprestación ofrecida<sup>121</sup>. Los administradores deben hacer pública su propia opinión, que indudablemente puede estar basada en las opiniones solicitadas a expertos

---

<sup>120</sup> De conformidad con el Anexo del RD de Opas, debe informarse sobre los planes relativos a los siguientes aspectos de la sociedad afectada y su grupo: (i) las actividades futuras y la localización de los centros de actividad, (ii) el mantenimiento de los puestos de trabajo del personal y los directivos, incluyendo cualquier cambio importante en las condiciones de trabajo, (iii) la utilización o disposición de activos y las variaciones previstas en su endeudamiento financiero neto, (iv) la emisión de valores de cualquier clase, (v) las reestructuraciones societarias previstas, (vi) la política de dividendos, (vii) la estructura, composición y funcionamiento de los órganos de administración, dirección y control, así como la designación de miembros en dichos órganos, (viii) el mantenimiento o modificación de estatutos, (ix) el mantenimiento de la cotización de los valores o, en su caso, la exclusión y compromisos para la adopción de las medidas que permitan el mantenimiento o la exclusión en bolsa, (x) la aplicación del derecho de *squeeze-out* y (xi) la transmisión de valores y los acuerdos que existan al efecto, todo ello para un horizonte temporal general de doce meses. Además, si el oferente es una sociedad cotizada, deberá incluirse el impacto de la opa y su financiación sobre las principales magnitudes financieras.

<sup>121</sup> En la misma línea, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 433; y DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 526. Admite informes neutrales GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 457.



independientes y que, como hemos defendido, debería ir más allá de una valoración puramente financiera de la opa como compraventa de valores.

Ahora bien, puede y suele suceder que los administradores valoren positivamente determinados aspectos de una opa y, sin embargo, consideren que otros son perjudiciales para los destinatarios de la opa o la sociedad afectada o, simplemente, susceptibles de mejora. A ello debe añadirse que el interés común de los accionistas de la sociedad afectada que debe orientar la conducta de los administradores es determinable hasta cierto punto. Hemos establecido que, en el contexto de una opa, el interés común de los accionistas de la sociedad afectada consistirá en tener la oportunidad de enajenar sus valores en las mejores condiciones posibles, sin interferencias por parte de terceros, y en que se respete su decisión respecto de la idoneidad de la opa. Más allá de este denominador común, cada accionista tendrá unas utilidades económicas y extraeconómicas propias que, *a priori*, no serán conocidas o conocibles por los administradores ni tampoco coincidentes o asimilables entre sí. Difícilmente podrán por tanto los administradores emitir una opinión absoluta e incondicional que se traduzca en una recomendación única y tajante de aceptar o no la opa. No es ésta nuestra tesis ni probablemente tampoco la de los autores de la norma. Sin perjuicio de lo anterior, entendemos que sí debe exigirse de los administradores la emisión de un juicio valorativo sobre los distintos factores de la opa que, en su opinión, deban incluirse en la ecuación de la idoneidad de la opa, dejando la ponderación de los mismos a discreción de cada destinatario de la opa. Y si los administradores consideran que los aspectos positivos absorben los negativos o al revés, también han de manifestar una opinión clara al respecto<sup>122</sup>.

Por otra parte, en la medida que el informe debe ser “*motivado*”, la opinión también debe fundamentarse adecuadamente. No será necesario publicar toda la información empleada por los administradores para formarse una opinión sobre la opa. La información sobre las características de la opa y los planes estratégicos del oferente será pública, pero la valoración de los mismos deberá efectuarse por comparación del proyecto del oferente con el de los actuales gestores de la sociedad afectada con el fin de determinar qué escenario es capaz de crear más valor. Para realizar esta comparación, el órgano de administración deberá analizar la información privada de que disponga acerca de su propia estrategia empresarial y proyección de resultados respecto de la sociedad afectada. La publicación de esta información podría dañar los intereses legítimos del emisor, por lo que parece razonable que el órgano de administración justifique su opinión sumariamente sin necesidad de publicar los detalles que la sustentan y cuya revelación a terceros podría ser más perjudicial para la sociedad (y sus accionistas) que beneficiosa la motivación del informe<sup>123</sup>. En cualquier caso, tal información podría transmitirse

---

<sup>122</sup> En esta línea, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, op. cit., p. 517.

<sup>123</sup> Así, respecto a la información relativa a una fusión, MEGÍAS LÓPEZ, J., “Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes...”, op. cit., pp. 11-12, dice que debe “[incluirse] la información imprescindible para comprender el proyecto [de fusión y evitarse] la difusión de información confidencial no necesaria para ello”.

implícitamente al mercado si se le facilitara a un experto independiente para la elaboración de una *fairness opinion* y éste la incluyera como variable en su valoración de la sociedad afectada.

En otro orden de cosas, el artículo 24.1 del RD de Opas exige que se incluyan las distintas opiniones de los miembros del órgano de administración, sin que sea suficiente la opinión del órgano colegiado formada por mayoría de los concurrentes a la reunión. Esta exigencia también se impone en relación con la elaboración de los informes justificativos de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa<sup>124</sup>. Ambas normas pretenden reforzar la función informativa u orientadora que han de cumplir los respectivos informes, pues complementan la opinión mayoritaria con las opiniones minoritarias o disidentes o, simplemente, con los matices o precisiones que los integrantes de la mayoría deseen hacer constar en el informe<sup>125</sup>. La inclusión de estos extremos evita que el principio de mayoría anule radicalmente criterios o voluntades distintas y, por tanto, que se releguen al olvido posiciones diversas capaces de enriquecer el proceso de valoración de la opa por sus destinatarios. Veremos más adelante que esta teoría es válida, incluso, para aquellos consejeros en una situación de conflicto de interés respecto de la opa<sup>126</sup>. Por último, la manifestación de opiniones divergentes es una auténtica obligación de todos los administradores y, por ende, todos ellos deberán participar en la elaboración del informe en los términos que tratamos más adelante.

#### 2.1.4. Intención de los administradores de aceptar o no la opa

El último elemento que según el artículo 24.1 del RD de Opas debe incluirse en el informe sobre la opa y que permite discernir la opinión de los administradores al respecto es la intención de aquellos que también sean titulares de valores afectados de aceptar o no la oferta. Esta mención de nuevo trae causa del artículo 20.1 del RD 1197/1991, pues no está recogida en el artículo 9.5 de la Directiva de Opas.

Algunos autores defienden que nada parece más indicativo de la opinión de los administradores acerca de un negocio que se les ofrece como su reacción ante el mismo<sup>127</sup>. Con carácter general, estamos de acuerdo con esta teoría. No obstante, debe tenerse en cuenta que el administrador-accionista decidirá —o podrá decidir— si acepta o no la opa exclusivamente en su condición de destinatario de la opa y, por tanto, en atención a sus propios intereses. En otras palabras, en la toma de esta decisión no se impone ningún deber de lealtad para con la

---

<sup>124</sup> Vid *supra* “Contenido del informe” y “Procedimiento de aprobación y publicación del informe”.

<sup>125</sup> En esta línea, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, pp. 459-460, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, pp. 430-431.

<sup>126</sup> Vid *infra* “Aprobación del informe sobre la opa”.

<sup>127</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, pp. 456. Según RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, pp. 444-445, este extremo es “*un test de credibilidad del contenido del informe*”.

sociedad afectada o los restantes destinatarios de la opa. Por tanto, el resultado de la decisión como accionista podría diferir de la valoración como administrador, al estar cada una guiada por intereses diversos<sup>128</sup>. Cuestión distinta es que los administradores decidan voluntariamente alinear su decisión con la opinión del órgano de administración, o con su opinión minoritaria distinta, por motivos de coherencia, lógica, imagen o cualquier otro motivo que consideren oportuno. Y, al contrario, puede suceder también que un administrador se haya adherido a la opinión mayoritaria del órgano de administración —supongamos, netamente favorable a la aceptación de la opa por considerar que la contraprestación es muy atractiva— y, a pesar de ello, el administrador en cuestión no desee enajenar sus valores en ese preciso momento —imaginemos, para no generar una plusvalía en ese ejercicio fiscal—.

¿Deben los administradores explicar el porqué de sus intenciones? A nuestro juicio, la negativa es clara. A lo sumo, parecería razonable solicitarles que hagan constar que su opinión acerca de la opa se emite sin perjuicio de su intención de aceptarla o no, intención basada en motivos personales ajenos a la valoración de la oferta desde la perspectiva del interés social.

Por otra parte, se plantea qué sucede si, en el momento de publicación del informe, los administradores-accionistas todavía no han adoptado una decisión acerca de la aceptación de la opa con sus valores o si, publicado el informe y su intención al respecto, cambian de parecer. A nuestro juicio, en el primer supuesto, en la medida que no se exige manifestar una decisión firme e irrevocable, sino una intención, entendemos que los administradores habrían de adelantar su proceso de deliberación interno y expresar la intención que consideren más probable. Es cierto que esta conclusión acorta el plazo de aceptación de la opa por los administradores-accionistas, pero la contraria acortaría el plazo de toma de decisión por los restantes destinatarios de la opa o reduciría la información disponible al efecto. Ante esta disyuntiva, nos parece sensato hacer prevalecer los derechos de los accionistas ordinarios con base en la presunta peor posición en que éstos se encuentran para valorar la opa (necesitando del asesoramiento del órgano de administración y de tiempo suficiente al efecto), mientras que el administrador-accionista está en una posición privilegiada que le permitiría una toma de decisión más ágil y eficiente<sup>129</sup>. En cuanto al segundo supuesto, por los mismos motivos, consideramos que el cambio de parecer habría de ceñirse a circunstancias extraordinarias y sobrevenidas que lo justificasen en atención a los legítimos intereses del administrador. Además, entendemos que, de ser relevante el porcentaje de participación del administrador-

---

<sup>128</sup> Podemos establecer una analogía entre esta conclusión y la inaplicabilidad de la doctrina de los actos propios a los actos realizados por una persona con distinta representación. Al respecto, ROGEL VIDE, C., “La doctrina de los actos propios en la última jurisprudencia civil española”, *op. cit.*, p. 209.

<sup>129</sup> En el mismo sentido, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 444.

accionista, convendría publicar el cambio como hecho relevante con la finalidad de no inducir a los destinatarios de la opa a engaño o confusión<sup>130</sup>.

## **2.2. Elementos que informan del contexto en el que se emite cada opinión**

### **2.2.1. Acuerdos entre la sociedad afectada, el oferente, sus administradores y socios**

El artículo 24.1 del RD de Opas obliga a manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de éstos y los miembros de administración de aquella. Esta obligación permite a los destinatarios de la opa y al público en general conocer en qué contexto se ha formulado o está evolucionando la oferta. En particular, la difusión de este tipo de acuerdos proporciona información sobre la preparación o negociación de la opa en una fase anterior y, especialmente, sobre la involucración del órgano de administración de la sociedad afectada en ella.

En consonancia con lo anterior, debe informarse sobre los acuerdos de los que sea parte, bien la sociedad afectada, bien cualquiera de sus administradores (actuando en su propio nombre y por su cuenta). Los primeros serán de interés, presumiblemente, por haber influido en la determinación de las características de la oferta (*e.g.*, acuerdo de entrega de información confidencial al oferente) o por ser capaces de influir en su desenvolvimiento (*e.g.*, compromiso de recomendación de la opa o de aceptación con la autocartera) o en el devenir de la sociedad en caso de cambio de control (*e.g.*, acuerdos relativos a la estrategia empresarial en caso de éxito de la opa) o de fracaso de la oferta (*e.g.*, *break up fees*). Por su parte, la difusión del segundo tipo de acuerdos permitirá a los destinatarios de la opa y lectores del informe dilucidar el contexto en el que se emiten los juicios de valor contenidos en él e identificar posibles mermas de su imparcialidad o respeto por el interés social. Nótese que no se exige informar sobre los acuerdos alcanzados por los accionistas de la sociedad afectada. El motivo es que el órgano de administración no tiene por qué conocer su existencia, ni siquiera cuando el accionista en cuestión esté representado en él; no puede presumirse —ni debería pretenderse, en aras del deber de independencia de los consejeros— un trasvase de todo el conocimiento del representante al representado o viceversa. La suscripción de tales acuerdos habrá de ser difundida por el oferente en el apartado correspondiente del folleto explicativo de la opa<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> Podría argüirse que el cambio de parecer debería darse a conocer al público por los mismos medios que el informe del órgano de administración. No obstante, nos parece desproporcionado tener que recurrir a un periódico de tirada nacional para publicar esta información. Los medios habitualmente empleados para difundir la información privilegiada deberían ser suficientes para garantizar un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna por el público (artículo 17.1 del Reglamento de Abuso de Mercado).

<sup>131</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 454.

Se plantea cómo debe interpretarse el término “*acuerdo*” y si debe exigirse el cumplimiento de algún requisito formal o sustantivo específico. A nuestro juicio, debe interpretarse como cualquier acuerdo de voluntades en el sentido más amplio posible, sin que pueda exigirse la formalización del acuerdo por las partes o la prestación de un consentimiento absoluta e irremediamente irrevocable e incondicional. Esta interpretación es congruente con la obligación que se impone al oferente de describir en su folleto “*los acuerdos o pactos de cualquier naturaleza alcanzados con los accionistas y miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada*” (el subrayado es nuestro). Pero lo anterior no debe tampoco interpretarse como una obligación de informar de cualquier negociación o declaración de intenciones en la que hayan participado la sociedad afectada o sus administradores si no ha culminado en ningún acuerdo firme y, por tanto, no puede afectar al devenir de la sociedad afectada o comprometer la visión de los administradores sobre la oferta.

Además, en relación con la noción de acuerdo, entendemos que el contenido de los acuerdos debe estar relacionado con la opa en vuelo. Podría objetarse que la existencia de algún acuerdo entre, por ejemplo, un administrador y el oferente cuyo objeto fuera ajeno a la oferta también podría mermar la imparcialidad del administrador afectado a la hora de valorar la oferta. No obstante, la debida comunicación de una situación así quedaría cubierta por el apartado siguiente (existencia de conflictos de interés), sin que fuera necesaria una descripción del acuerdo en cuestión para alcanzar el objetivo de transparencia perseguido. Yendo al extremo, supongamos que el oferente es una institución financiera. ¿Deberían los administradores informar de un contrato de cuenta corriente con él? Parece innecesario. ¿Deberían informar de la existencia de un acuerdo de financiación con amortización anticipada a discreción del financiador (oferente)? Ésta podría situar al administrador en un conflicto de interés —habría que valorar su relevancia para el administrador— que, en su caso, debería ser comunicado, pero el contenido del acuerdo no parece relevante una vez difundido el conflicto.

Por otra parte, se plantea qué grado de detalle acerca de los acuerdos relativos a la opa debe facilitarse en el informe. El artículo 24.1 del RD de Opas tan solo obliga a “*manifestar expresamente si existe[n]*”. No obstante, desde la perspectiva teleológica, parece evidente que la información no puede ceñirse a la mera existencia de tales acuerdos, sino que deberá incluirse al menos una descripción de las partes, el objeto y las demás cláusulas que resulten esenciales para comprender el vínculo o potencial vínculo de la sociedad afectada o de cualquiera de sus administradores en relación con la opa. La obligación del oferente en este sentido es rigurosa, pues debe incluir “*una descripción completa*” de los acuerdos en cuestión o, en su defecto, una declaración negativa, y la práctica en España avala nuestra postura.

### **2.2.2. Existencia y naturaleza de los conflictos de interés relativos a la opa**

El artículo 24.1 del RD de Opas obliga a los administradores que tengan algún conflicto de interés a hacerlo constar y explicar la naturaleza de dicho conflicto. Ya nos hemos referido a la *ratio* de esta obligación: se pretende neutralizar cualquier sesgo o incapacidad de los

administradores para emitir una opinión imparcial acerca de la opa por tener intereses particulares en su desenvolvimiento<sup>132</sup>.

Llama la atención que la solución a la existencia de un conflicto de interés recogida en esta norma difiera de la solución general propuesta en nuestro Derecho societario: el deber de abstención en la deliberación y votación de los acuerdos o decisiones respecto de los que el administrador tenga un conflicto (artículo 228.c) de la LSC). Las normas societarias no obligan a los administradores a describir sus conflictos de intereses en la documentación relativa a los acuerdos respecto de los que se hayan abstenido. Naturalmente, los administradores sí deben informar a sus homólogos de tal situación (artículo 229.3 de la LSC) y deberá dejarse constancia de la abstención de los administradores en conflicto en los acuerdos pertinentes. Sin embargo, no existe en nuestro Derecho de sociedades una norma equivalente a la del artículo 24.1 del RD de Opas; no existe ni es necesario que exista, puesto que el deber de abstención ya subsana la potencial anulación o merma de la capacidad de juicio o de la capacidad de velar por el interés social del administrador afectado y de los restantes administradores por influencia de aquél.

En vista de lo anterior, surgen dos preguntas: la primera es por qué se impone tal obligación de información en el informe sobre la opa y la segunda es si la norma societaria general (el deber de abstención) debería integrar la norma especial en caso de conflicto de interés. A nuestro juicio, la respuesta negativa a la segunda pregunta sirve precisamente para explicar la primera: no se impone un deber de abstención, luego debe garantizarse un adecuado nivel de información sobre los conflictos de interés existentes<sup>133</sup>. Analizamos esta reflexión en detalle en el apartado sobre al deber de participar en la redacción y aprobación del informe<sup>134</sup>.

### 2.2.3. Tenencia de valores de la sociedad afectada y del oferente

El último elemento que debe incluirse en el informe se refiere a los “*valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración de la sociedad*”.

---

<sup>132</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, pp. 456-459, entiende que los conflictos de interés aluden precisamente a cualquier situación que pueda “*nublar la objetividad del juicio emitido por los administradores y la atención de éstos a los intereses exclusivos de los accionistas*”; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, pp. 435 y ss.

<sup>133</sup> A favor también de la participación de los administradores en conflicto y del régimen de transparencia como mecanismo de tutela de los destinatarios del informe, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, pp. 461 y ss.; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, pp. 445 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, *op. cit.*, p. 518.

<sup>134</sup> *Vid infra* “Deber de participar en la redacción y aprobación del informe sobre la opa”.

*afectada, así como los que pudieran tener en la sociedad oferente*” (artículo 24.1 del RD de Opas).

En primer lugar, deben indicarse los “*valores de la sociedad oferente*” que la sociedad afectada, o quien actúe en concierto con ella, tenga directa o indirectamente. Como cuestión previa, la preposición “*de*” denota posesión o pertenencia. Naturalmente, la norma no se refiere a valores poseídos por la sociedad oferente sino emitidos por ella. Esta información cobra relevancia en el caso de que el oferente no sea una sociedad cotizada y, por tanto, no esté sujeto a un régimen de transparencia en virtud del cual deban publicarse las participaciones significativas por encima de determinados umbrales (o, siendo cotizada, esté domiciliada o cotizando en alguna jurisdicción sin un régimen equivalente). En cualquier caso, la tenencia de participaciones recíprocas puede revelar intereses también recíprocos, al margen de los límites legales establecidos a este tipo de participaciones (artículos 151 a 155 de la LSC). Así, podría reflejar la capacidad de la sociedad afectada de influir en el desenvolvimiento de la opa desde la perspectiva del oferente<sup>135</sup>. La extensión de esta obligación de información a las personas concertadas evita que la sociedad afectada se sirva de terceros para realizar determinadas actuaciones u ocultar determinados intereses en relación con el oferente.

En segundo lugar, la norma obliga a informar de los “*valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración*”. *A priori* podría argumentarse que esta obligación carece de valor, puesto que la normativa de transparencia ya obliga a los administradores a publicar la proporción de derechos de voto que tengan o que tengan atribuidos por medio de instrumentos financieros. Sin embargo, el artículo 24.1 del RD de Opas no se refiere a derechos de voto, sino a “*valores*”, con independencia de que éstos atribuyan o no tales derechos a su titular<sup>136</sup>. Esta obligación es acertada, a nuestro juicio, por cuanto las opas también pueden extenderse a valores distintos de las acciones con derecho de voto cuya sola tenencia convertiría al administrador en destinatario de la opa en vuelo. Por lo tanto, una y otra norma se complementan y completan el régimen de transparencia impuesto a los administradores en el contexto de una opa. Además, el artículo 24.1 del RD de Opas abarca los valores de la sociedad afectada “*representados*” por sus administradores. Obviando lo confuso de la redacción, interpretamos la norma como referida a los valores de los sujetos representados por los administradores (*i.e.*, los valores de los

---

<sup>135</sup> Nos hemos referido ya en este trabajo a la posibilidad (a nuestro juicio prohibida por el deber de pasividad) de la sociedad afectada de adquirir valores para votar en contra de la oferta en la junta general del oferente a cuya aprobación se haya condicionado la opa. *Vid supra* “Operaciones sobre valores”.

<sup>136</sup> Recordamos que la Directiva de Opas define el término “*valores*” como aquellos “*valores mobiliarios que confieran derechos de voto en una sociedad*” (artículo 2.1.e)). Sin embargo, ni el TRLMV ni el RD de Opas transponen esta definición en lo que a opas se refiere, por lo que debe aplicarse la definición general de “valor” vigente en Derecho del mercado de valores español, que es considerablemente más amplia y abarca valores sin derecho de voto, tanto participativos como no participativos.

accionistas representados por consejeros dominicales)<sup>137</sup>. A nuestro juicio, esta norma sí carece de sentido pues no proporciona ninguna información adicional al mercado. Los accionistas con representación en el consejo ya han de publicar sus participaciones con arreglo a la normativa de transparencia y ya son destinatarios de la opa por su tenencia de acciones<sup>138</sup>.

En tercer y último lugar, debe informarse de los valores del oferente poseídos por los administradores de la sociedad afectada. Esta información permite conocer potenciales intereses cruzados por los cuales la opinión de los administradores sobre la opa pueda no ser completamente objetiva. En esencia, garantiza la función de asesoramiento del informe sin mermar la libre valoración de la idoneidad de la opa “*con pleno conocimiento de causa*”.

Para finalizar, igual que en relación con los apartados a) y b) del artículo 28.1 del RD de Opas, consideramos que debería sustituirse el término “valor” por el de “instrumento financiero”. La creciente innovación financiera ha dado lugar a productos con los que se trasladan los derechos económicos o políticos asociados a instrumentos subyacentes sin necesidad de transmitir la titularidad de éstos<sup>139</sup>. La existencia de intereses cruzados también podría derivar de la tenencia de instrumentos financieros que atribuyan los derechos asociados a acciones u otros valores de la sociedad afectada o de la sociedad oferente, por lo que su comunicación al público también podría ser de interés en el caso de una opa.

### **3. Deber de participar en la redacción y aprobación del informe sobre la opa**

En este apartado describimos sucintamente el procedimiento de redacción y aprobación del informe con el fin de poner de manifiesto la obligación de todos los administradores de participar en él, no solo por las previsiones del RD de Opas, sino también por las normas societarias relativas al funcionamiento ordinario del órgano de administración y a los deberes generales de los administradores en el desempeño de sus cargos.

#### **3.1. Convocatoria del consejo de administración que deba aprobar el informe**

Con arreglo a lo previsto en los artículos 246 y 529 *sexies* de la LSC, la convocatoria del consejo de administración que deba aprobar el informe sobre la opa corresponderá a su presidente o a quien haga sus veces. El presidente deberá asegurarse de la debida convocatoria del consejo en plazo para cumplir con la obligación de emitir el informe sobre la opa. El artículo 246 de la LSC establece que los administradores que representen al menos un tercio de los miembros del consejo podrán convocarlo si, previa petición al presidente, éste, sin causa justificada, no lo hiciera en el plazo de un mes. Esta norma carece de utilidad en el marco del consejo que deba

---

<sup>137</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 456.

<sup>138</sup> En consonancia con nuestra teoría, los informes sobre opas no suelen recoger las participaciones de los accionistas con acceso al consejo, sin que la CNMV haya obligado a añadir tal información *ex post*.

<sup>139</sup> *Vid supra* “Emisión de valores” y “Operaciones sobre valores”.



aprobar el informe sobre una opa, pues éste deberá convocarse entre la autorización de la opa por la CNMV y el vencimiento del plazo para la publicación del informe (esto es, el décimo día natural del plazo de aceptación). El necesario transcurso de un mes impediría *de facto* a los administradores convocar la reunión del consejo. Tendría sentido en este caso permitir la convocatoria del consejo por una minoría de consejeros por razones de urgencia y, así, evitar el potencial incumplimiento forzoso de la obligación de opinar sobre la opa.

### 3.2. Celebración del consejo de administración que deba aprobar el informe

#### 3.2.1. *Quorum* de constitución. Deber de asistencia de los administradores

De conformidad con lo previsto en el artículo 247.2 de la LSC, salvo disposición contraria en los estatutos, el consejo que deba aprobar el informe sobre la opa quedará válidamente constituido cuando concurren, presentes o representados, la mayoría de los vocales. De esta norma se deduce que el informe podría ser aprobado sin la concurrencia y, por tanto, sin la intervención de una minoría de administradores. En puridad, parece que el informe podría aprobarse tan solo con la concurrencia de la mitad más uno de los consejeros de la sociedad afectada. No obstante, deben considerarse dos cuestiones.

En primer lugar, que las reglas de *quorum* del órgano de administración se basen en el principio de la mayoría no implica que los administradores no tengan un deber de asistencia a las reuniones de dicho órgano. El principio de mayoría pretende facilitar el funcionamiento del órgano social, pues un régimen de unanimidad podría inhabilitarlo *de facto* para ejercer su actividad. A pesar de que las reuniones del consejo puedan celebrarse sin la concurrencia de todos los vocales, los administradores deben asistir a dichas reuniones en cumplimiento de su deber de dedicación adecuada y, en esencia, de su deber de diligencia. Y también en cumplimiento de su deber de lealtad, puesto que deberán velar por que el órgano de administración, colegiadamente, y cada administrador, individualmente, actúe en el mejor interés de la sociedad y sus accionistas. El deber de asistencia está regulado expresamente en relación con los consejeros de las sociedades cotizadas (artículo 529 *quater* de la LSC). Asimismo, el Código de Buen Gobierno recomienda que “*las inasistencias de los consejeros se reduzcan a los casos indispensables y se cuantifiquen en el informe anual de gobierno corporativo [y] que, cuando deban producirse, se otorgue representación con instrucciones*” (recomendación 27). Además, el deber de asistencia se acentuará cuanto más trascendentes sean los asuntos a tratar en la reunión del consejo en cuestión. En el contexto de una opa, la relevancia de la operación para la vida societaria reforzará la obligación de los administradores de involucrarse en la toma de decisiones relativas a la misma. Por ello, la inasistencia a la reunión en que deba decidirse sobre uno de los principales hitos de una opa, la emisión del informe sobre la opa, deberá reducirse a casos en los que sea absolutamente inevitable. Téngase en cuenta también que se permite la asistencia por medios telemáticos, lo que facilita sustancialmente la participación de los consejeros en las reuniones y reduce considerablemente

los supuestos de imposibilidad material de asistir<sup>140</sup>. En todo caso, si la inasistencia (presencial y telemática) fuera absolutamente indispensable, entendemos que debería suplirse con el otorgamiento de representación en otro consejero, de manera que el consejero ausente sí concurriera a la reunión representado. La representación debería ir acompañada de instrucciones expresas acerca de la opinión individual y demás información relativa al consejero ausente que debiera hacerse constar en el informe sobre la opa.

Esta última reflexión conecta con la segunda cuestión que debe considerarse. El artículo 24.1 del RD de Opas exige a todos y cada uno de los consejeros de la sociedad afectada que manifiesten expresamente su opinión sobre la opa, su intención de aceptarla o no en caso de tener valores afectados y la existencia y naturaleza, en su caso, de los conflictos de interés en que se encuentren. Por lo tanto, se impone a todos los administradores una obligación expresa de participar en este hito societario. Además de la norma especial, de obligado cumplimiento *per se*, el deber general de diligencia incluye expresamente la obligación de cumplir los deberes impuestos por las leyes con la diligencia de un ordenado empresario. Todo ello conduce a la misma conclusión de asistencia obligatoria o, cuando menos, en situaciones totalmente inevitables, de concurrencia por representación a la reunión del consejo de administración convocada para deliberar y aprobar el informe sobre la opa.

¿Qué sucedería en el caso de que no se alcanzara el *quorum* necesario para constituir el consejo? Obviando la improbabilidad de este supuesto, el órgano de administración se vería impedido para cumplir con su obligación de emitir un informe sobre la opa en plazo. En este caso, aparte de consultar la mejor línea de actuación con la autoridad competente, los administradores concurrentes a la reunión podrían valorar la posibilidad de emitir un informe separado en el que hicieran constar sus opiniones acerca de la opa y con el que dieran cumplimiento, si no a la obligación del órgano colegiado, al menos a sus obligaciones individuales como administradores de la sociedad afectada.

### 3.2.2. Aprobación del informe sobre la opa

De conformidad con lo previsto en el artículo 248.1 de la LSC, y salvo que la normativa interna disponga otra cosa, el informe del órgano de administración deberá ser aprobado por mayoría absoluta (la mitad más uno) de los administradores concurrentes a la reunión del consejo. Tal mayoría se exigirá para la aprobación del informe, así como para la adopción del acuerdo de publicación del mismo. No obstante, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 24.1 del RD de Opas, todos los administradores deberán dejar constancia de su opinión individual acerca de la opa en el informe, salvo que tal opinión quede íntegramente embebida en la opinión colegiada. Esta norma se traduce en una suerte de exigencia de unanimidad respecto del contenido del

---

<sup>140</sup> A favor de fomentar la asistencia telemática frente al otorgamiento de representación, RODRÍGUEZ RUIZ DE LA VILLA, D., *Los consejeros independientes en las sociedades de capital españolas*, op. cit.

informe —no respecto de la opinión colegiada—. En efecto, se admiten opiniones diversas acerca de la opa, pero se exige su manifestación expresa en el informe. En otras palabras, un consejero podrá estar en desacuerdo con la opinión mayoritaria, pero tendrá el derecho y la obligación de hacerlo constar en el propio informe. La manifestación de tal desacuerdo debería ser aprobada por el administrador discordante, en aras de garantizar el ejercicio de su derecho, o el cumplimiento de su obligación, de expresar su opinión individual en el informe. El principio de mayoría no puede utilizarse para aprobar un informe en el que no conste exactamente la opinión que uno de los consejeros desee transmitir acerca de la opa.

En consonancia con lo anterior, en caso de “empate” (*i.e.*, mitad de los consejeros a favor de la opa y mitad en contra, sin que el presidente tenga voto dirimente; no podría producirse un auténtico empate puesto que se exige el voto favorable de todos en relación con sus opiniones personales), podría dejarse constancia del “empate” en el informe sin que ello bloqueara su aprobación. Los consejeros podrán no estar de acuerdo sobre las bondades de la opa, pero habrán de estarlo respecto al contenido del informe, esto es, respecto a la correcta manifestación de sus opiniones personales<sup>141</sup>.

En cuanto a los consejeros que se encuentren en situación de conflicto de interés en relación con la opa, ya hemos adelantado que, a nuestro juicio, deberán participar en la elaboración del informe sobre la opa y manifestar tanto su opinión sobre la opa como los demás extremos exigidos a cada administrador (incluyendo la existencia y naturaleza del conflicto de interés)<sup>142</sup>. La normativa de opas pretende que en el informe del órgano de administración se manifiesten las opiniones de todos los miembros del órgano de administración, con la finalidad de reforzar la función informativa o asesora de dicho informe y promover que los destinatarios evalúen la idoneidad de la opa “*con pleno conocimiento de causa*” (artículo 3.1.b) de la Directiva de Opas). De lo contrario, los destinatarios tan solo contarían con una opinión colegiada formada por mayoría. Considerando las reglas de *quorum* y mayoría previstas en la LSC, en el caso extremo, suponiendo que algunos administradores no asistieran a la reunión y que el informe se aprobara estrictamente con el voto favorable de la mitad más uno de los concurrentes a la reunión, se podría estar privando a los destinatarios de la opa de las consideraciones de más de la mitad de los gestores, en quienes también habrían depositado su confianza y, presumiblemente, cuyo criterio también interesaría conocer. La tarea de asesoramiento del órgano de administración en un supuesto tal se debilitaría sustancialmente, y todo ello en detrimento de los titulares de valores cuyos intereses se pretende proteger.

---

<sup>141</sup> RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 449.

<sup>142</sup> En la misma línea, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, pp. 461 y ss.; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, pp. 445 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, *op. cit.*, p. 518.

Por lo anterior, consideramos que la normativa de opas pretende que se manifiesten las opiniones de todos los administradores. De todos ellos, ¿incluidos aquellos que se encuentren en situación de conflicto de interés? No puede ser de otra manera, considerando que el RD de Opas omite toda referencia al deber de abstención y, sin embargo, obliga a informar tanto de la existencia de los conflictos de interés como de la naturaleza de los mismos. Este régimen de transparencia permite a los destinatarios de la opa y lectores del informe interpretar adecuadamente los juicios de valor de los administradores y, precisamente, identificar los intereses particulares que pudieran estar modulando tales juicios. En definitiva, garantiza que los administradores no se valgan de sus prerrogativas como administradores —y, particularmente, de su obligación de pronunciarse en el informe— para influir en el desenvolvimiento de la opa conforme a sus intereses particulares.

¿Qué sucedería si la mayoría de los consejeros estuvieran incurso en situación de conflicto de interés (todos ellos en el mismo sentido, a favor o en contra del éxito de la opa, sin perjuicio de los motivos particulares de cada uno)? A nuestro juicio, no sucedería nada. En la medida en que se habría de informar del sentido del voto de cada consejero, así como de cada conflicto de interés existente, podría discernirse tanto la opinión de los consejeros no conflictuados como los motivos detrás de las opiniones de los consejeros conflictuados. Por tanto, no se desvirtuaría la función del informe —función que, por otra parte, es meramente informativa y no despliega efectos jurídicos para la sociedad afectada<sup>143</sup>— ni, en última instancia, el derecho de los destinatarios de la opa a decidir “*con pleno conocimiento de causa*”. Como medida de precaución, sugeriríamos en estos casos no definir la opinión mayoritaria como la voluntad del órgano colegiado (y, por tanto, de la sociedad afectada). La redacción del artículo 24.1 del RD de Opas avala esta posibilidad al exigir que se manifieste la opinión de los miembros del órgano de administración, y no la opinión del órgano de administración en sí. Como argumento adicional a favor de la participación de los consejeros en conflicto, si se trasladara el deber de abstención a este contexto, podría llegarse al absurdo de no alcanzarse el *quorum* o la mayoría necesaria para aprobar el informe en plazo (absurdo no tan improbable considerando la frecuencia en la que los administradores suelen verse envueltos en una situación de conflicto de interés en el marco de una opa). El órgano de administración incumpliría entonces, forzosamente, una de las dos obligaciones esenciales que le vienen impuestas por la normativa de opas<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 461.

<sup>144</sup> Hemos explicado el mecanismo articulado en Suecia para desbloquear tales situaciones, que pasa por sustituir la opinión del órgano de administración por la de un experto independiente, restringida ésta a una valoración puramente financiera de la contraprestación de la opa. A nuestro juicio, este mecanismo sí desvirtúa la función asesora del informe ya que, de un lado, priva a los destinatarios de la opa de recibir una opinión cualificada de la oferta desde la perspectiva empresarial o industrial y, de otro lado, impide a los administradores no afectados materializar su deber de lealtad para con los accionistas —a través del asesoramiento acerca de la situación excepcional en que se encuentran— a causa de la existencia de intereses particulares ajenos a ellos. *Vid supra* “La obligación de publicar una *uppfatning* en el ordenamiento sueco”. MEGÍAS LÓPEZ, J., “El deber de independencia

Sentada la inaplicabilidad del deber de abstención, se plantea si los administradores podrían abstenerse voluntariamente de participar en la deliberación y votación del acuerdo de aprobación del informe sobre la opa, o si podrían votar en blanco. A la luz de la obligación de todos ellos de manifestar expresamente su opinión respecto a la opa, de la función meramente informativa o asesora del informe del órgano de administración y de la trascendencia de la opa para los intereses de la sociedad y sus accionistas, consideramos que los deberes generales de diligencia y lealtad de los administradores les llaman a participar activamente en esta tarea y, por tanto, que la respuesta a ambas preguntas ha de ser negativa.

Cerramos este apartado advirtiendo que la práctica en España no es uniforme, habiendo sociedades afectadas por una opa que han optado por nuestra tesis de participación universal en la elaboración del informe sujeta a un régimen informativo reforzado; otras que han optado por la tesis contraria, trasladando el deber de abstención del artículo 228.c) de la LSC a los administradores en conflicto o, en determinados casos, permitiéndoles adherirse a la postura mayoritaria del órgano de administración; y un tercer grupo que ha optado por permitir a los administradores participar en la decisión siempre y cuando su voto no resulte determinante para la formación de la voluntad colegiada. Tampoco la CNMV se ha pronunciado oficialmente al respecto con la finalidad de homogeneizar el procedimiento de elaboración del informe por las sociedades cotizadas en España.

### 3.2.3. Celebración del consejo por escrito y sin sesión

El artículo 248.2 de la LSC permite que el consejo de administración de una sociedad anónima adopte sus acuerdos por escrito y sin sesión, siempre que ningún consejero se oponga a este procedimiento. En teoría, este procedimiento se permite respecto de cualquier acuerdo social que competa al órgano de administración. No obstante, no parece el adecuado para la adopción de los acuerdos más relevantes para la sociedad o sus accionistas, como serían todos los acuerdos relativos a una opa en vuelo (ya lo hemos indicado así en relación con los acuerdos relativos a la preparación de la opa y a la propuesta de actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa<sup>145</sup>). Tampoco parece el adecuado para la aprobación del informe de la opa, cuya función de asesoramiento a los destinatarios de la oferta exige precisamente de un ejercicio previo de valoración de la opa por parte de los administradores. Prescindir de la sesión del consejo y, por tanto, de la fase deliberativa del acuerdo impide a los administradores intercambiar (al menos formalmente) sus reflexiones y preocupaciones acerca de la opa en cuestión, debatir activamente sobre los aspectos de la oferta más o menos convenientes para el

---

en el consejo de administración...”, *op. cit.*, defiende que, en estos casos, el órgano de administración debería poder adoptar el acuerdo siempre que participaran consejeros no conflictuados que permitieran al órgano funcionar colegiadamente (esto es, al menos dos).

<sup>145</sup> Vid *supra* “Funciones y funcionamiento de la comisión *ad hoc*” y “Procedimiento de aprobación y publicación del informe”.

interés social y, con ello, enriquecer las opiniones vertidas en su informe sobre la opa. A nuestro juicio, este procedimiento imposibilita la formación de una auténtica voluntad colegiada más allá de la mera suma de voluntades individuales y reduce la capacidad de los administradores de emitir un juicio de valor madurado y profundo sobre la opa. Por ello, consideramos que el informe sobre la opa debería aprobarse en sesión celebrada físicamente, con la asistencia presencial o, en su defecto, telemática de todos los miembros del órgano de administración.

## VII. DIFUSIÓN PÚBLICA DEL INFORME SOBRE LA OPA

### 1. Plazo para la publicación del informe sobre la opa

De acuerdo con lo previsto en el artículo 24.2 del RD de Opas, el informe sobre la opa deberá publicarse en el plazo máximo de diez días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. La Directiva de Opas no fija un plazo al efecto ni tampoco emplaza a los Estados miembros a fijarlo, pero sí establece como principio general que los destinatarios de una opa dispongan de tiempo suficiente para poder adoptar una decisión respecto a la misma con pleno conocimiento de causa (artículo 3.1.b)). Puesto que el informe del órgano de administración de la sociedad afectada constituye uno de los dos elementos de información esenciales sobre los que los destinatarios pueden construir su juicio de valor acerca de la opa, del referido principio general se extrae que el informe debe publicarse con anterioridad, y con antelación suficiente, a la toma de decisión de aceptación o rechazo de la opa. A la vista de lo anterior, algunos legisladores nacionales como el español optaron por delimitar el plazo de publicación del referido informe. En España, la elección de diez días naturales trae causa del RD 1197/1991, si bien el *dies a quo* actual amplía el plazo disponible<sup>146</sup>.

El plazo de diez días naturales puede resultar excesivamente breve para pronunciarse sobre un asunto tan relevante<sup>147</sup>. No obstante, debe tenerse en cuenta que el oferente puede fijar un plazo de aceptación de la opa de apenas quince días naturales. Se trata de encontrar un equilibrio entre (a) conceder a los administradores un plazo suficiente para formarse una opinión sobre la opa una vez publicado el folleto explicativo (que constituye una de las principales patas de información sobre las que se basará aquella) y (b) conceder a los destinatarios de la opa un plazo suficiente para estudiar el informe del consejo y tomar una decisión fundada sobre la opa antes de que venza el plazo de aceptación. Considerando el plazo de aceptación mínimo, el periodo de diez días naturales parece adecuado. Téngase en cuenta además que, en España, si bien el folleto no se publica hasta su aprobación por la CNMV, el oferente debe publicar un anuncio previo de la opa que anticipa la información que contendrá

<sup>146</sup> Vid *supra* “Expansión de la obligación e introducción en el ordenamiento español”.

<sup>147</sup> RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 449.

el folleto. Éste permite a los administradores de la sociedad afectada anticipar su posicionamiento sobre la opa e identificar cuestiones delicadas que requieran de un mayor análisis antes de pronunciarse definitivamente al respecto<sup>148</sup>.

## 2. Medios de difusión del informe sobre la opa

El informe sobre la opa debe publicarse, de acuerdo con el artículo 24.2 del RD de Opas por remisión al artículo 22.1 del mismo texto legal, (i) en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores correspondientes o —¿y?— (ii) como mínimo, en un periódico de difusión nacional. El artículo 24.2 se refiere a “*cualquiera de las formas previstas en el artículo 22.1*”, por lo que *a priori* es aplicable la conjunción disyuntiva “o”. No obstante, en aras del principio de información y atendiendo al significado del informe (en particular, a su función de contrapeso del folleto), parece razonable darle la misma difusión que al anuncio de la oferta, cuyo contenido consiste precisamente en un resumen del folleto<sup>149</sup>. Además, el informe sobre la opa se remite a la CNMV para su publicación inmediata como hecho relevante y se publica en la web de la sociedad afectada. La obligación de publicación del informe no se ciñe por tanto a su remisión a los destinatarios de la opa, sino que consiste en una obligación de comunicación al mercado y al público en general. Hemos señalado que la información en el marco de una opa es de interés no solo para los titulares de valores afectados, sino también para los demás grupos involucrados en el negocio de la sociedad afectada y del oferente, así como para los inversores en general, puesto que los destinatarios de la opa son fungibles hasta el momento en que la aceptación por cada uno de ellos deviene irrevocable<sup>150</sup>.

Por otra parte, el informe del órgano de administración debe remitirse, en el mismo plazo, a los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada (o a éstos en defecto de aquéllos, entendemos, conforme establece el artículo 9.5 de la Directiva de Opas). Esta obligación colige de la intención de la norma comunitaria de que los Estados miembros garanticen que se facilita información adecuada a los trabajadores de la sociedad afectada o sus representantes (considerando 13) y es coherente con la preceptiva remisión a éstos del folleto de la opa (artículo 8). Llama la atención que tanto la Directiva de Opas como el RD de Opas equiparen las obligaciones de información a los trabajadores de la sociedad afectada y de la sociedad oferente excepto en lo relativo al informe de la opa, respecto del que no se impone ningún deber de comunicación a los trabajadores del oferente. A pesar de esta laguna, la

---

<sup>148</sup> Vid *supra* “Punto de partida: el posicionamiento de los administradores sobre la opa”.

<sup>149</sup> En la misma línea, RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 450. SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs)*, *op. cit.*, p. 520, da por sentado el uso de la conjunción copulativa “y”.

<sup>150</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas”, *op. cit.*, p. 87; ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, *op. cit.*, pp. 388 y ss. Vid *supra* “Especial necesidad de información en el marco de una opa”.

preceptiva publicación del informe y los medios establecidos al efecto permiten a este colectivo acceder al mismo de manera rápida, gratuita y no discriminatoria.

### 3. Difusión del dictamen de los representantes de los trabajadores

El artículo 24.2 del RD de Opas establece que deberá adjuntarse al informe de los administradores el dictamen de los representantes de los trabajadores en cuanto a las repercusiones sobre el empleo cuando se reciba en el plazo máximo de diez días naturales desde la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta (esto es, antes de que venza la obligación de los administradores de publicar su propio informe)<sup>151</sup>. Esta norma procede directamente del artículo 9.5 de la Directiva de Opas y hemos visto que tiene por objetivo (i) otorgar a los trabajadores un derecho de voz como mecanismo de tutela de sus derechos y (ii) reforzar la función de asesoramiento a los destinatarios de la opa al concederles un elemento de juicio adicional: la opinión de otro grupo de sujetos afectados por la opa.

Tanto la Directiva de Opas como el RD de Opas se refieren a un dictamen “*distinto*” de los representantes de los trabajadores. Ya hemos expuesto que, a nuestro modo de ver, este término no se refiere al contenido del dictamen, sino a su existencia *per se* como documento separado<sup>152</sup>. Por ello, creemos que debe adjuntarse al informe del consejo siempre que se reciba en plazo, sin que el órgano de administración pueda o deba analizar la similitud o diferencia de contenidos y, consecuentemente, decidir sobre la publicación o no del dictamen. Ahora bien, tanto la norma comunitaria como la española exigen que el dictamen de los representantes de los trabajadores verse sobre las repercusiones de la opa en el empleo. Si el referido dictamen tuviera un objeto distinto, consideramos que el órgano de administración podría denegar su adjunción con base en el incumplimiento de los requisitos legales al efecto. La respuesta sería menos evidente si el dictamen tratara esa y otras cuestiones. En este supuesto, el órgano de administración podría solicitar a los representantes de los trabajadores que limitasen el contenido a lo previsto en el artículo 24.2 del RD de Opas o, en todo caso, ceñir la adjunción a la parte del dictamen que se ajustara a dicho precepto.

Se plantea qué sucede si los administradores consideran que el contenido del dictamen de los representantes de los trabajadores es perjudicial para el interés social o de los accionistas. Puesto que el dictamen es meramente informativo, habría que valorar *ad hoc* los daños susceptibles de ser provocados por la mera emisión de la opinión de un colectivo vinculado a la sociedad afectada. Aun así, consideramos que el órgano de administración solo podría

---

<sup>151</sup> Si los administradores no agotan el plazo de diez días y, una vez publicado su informe, pero dentro de dicho plazo, reciben un dictamen de los trabajadores, consideramos que también deberían publicarlo como hecho relevante. Lo contrario acortaría el plazo concedido legalmente a los trabajadores para elaborar su dictamen.

<sup>152</sup> *Vid supra* “La obligación de publicar un dictamen en la Directiva de Opas”.



erigirse en filtro (especialmente en un contexto en el que proliferan posibles conflictos de interés) en casos de evidente gravedad o manifiesta contradicción con el interés social<sup>153</sup>.

Por otra parte, debería analizarse el caso de que los trabajadores de la sociedad afectada carecieran de representantes. Las normas de información a los trabajadores establecen que, en defecto de representantes, la información deberá dirigirse a los trabajadores directamente (artículo 25 del RD de Opas), pero no existe una previsión análoga en relación con la elaboración de este dictamen. Esta cuestión queda fuera del objeto de estudio por su carácter laboral, aunque, atendiendo al fin de la norma, parece que la solución debería ser la misma.

#### 4. Supervisión *ex post* por la autoridad competente

De conformidad con lo previsto en el artículo 24.2 del RD de Opas, el informe sobre la opa debe remitirse a la CNMV al tiempo de su publicación, por lo que su contenido no es objeto de revisión o autorización previa por la autoridad competente. En contraste, el artículo 20.2 del RD 1197/1991 sí obligaba a la sociedad afectada a remitir el informe a la CNMV con carácter previo a su publicación, si bien tal remisión se imponía exclusivamente al efecto de la incorporación del informe al expediente de la oferta pública. Ahora bien, que el informe no sea objeto de revisión previa por la autoridad competente no implica que esté exento de toda revisión. El artículo 4.5 de la Directiva de Opas otorga a las autoridades supervisoras en materia de opas todos los poderes necesarios para el ejercicio de sus funciones y sitúa entre ellas el deber de velar por que se cumplan las normas aplicables. En línea con este precepto, el artículo 49 del RD de Opas sujeta a las sociedades afectadas y a sus administradores, entre otros, al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en el TRLMV. Así, corresponde a la CNMV, en tanto que autoridad supervisora, verificar que el informe cumple con todos los requisitos legales de contenido, forma, plazo y difusión previstos en el RD de Opas. Tal verificación se producirá *ex post*, pudiendo la CNMV requerir al órgano de administración de la sociedad afectada la subsanación, corrección o compleción del informe de acuerdo con la ley aplicable. Sin perjuicio de lo anterior, la CNMV no podrá entrar a valorar las opiniones o juicios de valor vertidos en el informe ni solicitar ninguna alteración al respecto<sup>154</sup>.

El diferente tratamiento entre el informe sobre la opa y el folleto explicativo se explica por su distinta naturaleza. Mientras que el primero cumple una función informativa o asesora, el segundo contiene todos los elementos del negocio propuesto a los destinatarios de la opa que,

---

<sup>153</sup> Hacemos la misma interpretación respecto de las iniciativas de los accionistas. *Vid supra* “Facultad de iniciativa del socio”.

<sup>154</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, pp. 464-465; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 451. En sentido similar, aunque referido al régimen anterior, DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 528, afirman que la CNMV debe comprobar que el informe contenga todas las menciones legalmente exigibles.

de ser aceptado, sí desplegará efectos jurídicos. Como tal, el folleto merece de una supervisión más estrecha por parte de la autoridad competente que se traduce, en la práctica, en una revisión y exigencia de autorización *ex ante*<sup>155</sup>.

---

<sup>155</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Artículo 24. Informe del órgano de administración...”, *op. cit.*, p. 464; RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, *op. cit.*, p. 451.

## **CAPÍTULO VII. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA POR INCUMPLIMIENTO DE SUS DEBERES EN EL MARCO DE UNA OPA**

### **I. PLANTEAMIENTO**

Una vez analizados los deberes de los administradores de una sociedad afectada por una opa, nos proponemos cerrar este trabajo con el estudio del régimen de responsabilidad por el incumplimiento de dichos deberes. Esta responsabilidad será cualitativamente muy relevante, pues cualquier actuación de los administradores puede tener un impacto claro y directo en los intereses del conjunto de accionistas de la sociedad afectada (*i.e.*, del conjunto de inversores y, eventualmente, del mercado en general). Antes de estudiarla, debemos realizar una serie de consideraciones preliminares.

En primer lugar, las opas son procedimientos extraordinariamente reglamentados. Esta mayor concreción de las normas aplicables facilita sustancialmente la apreciación de cualquier incumplimiento de las mismas. Por otra parte, el desarrollo de toda opa formulada en España es escrupulosamente escrutado por la CNMV, autoridad administrativa encargada de la supervisión y control de este tipo de operaciones y titular de la potestad sancionadora en relación con las mismas. El énfasis en la labor preventiva limita la posibilidad de que se incumplan las reglas aplicables en materia de opas o, cuando menos, de que cualquier incumplimiento no sea subsanado inmediatamente.

En segundo lugar, como ya hemos señalado en capítulos anteriores, en materia de opas confluyen el Derecho societario y el Derecho de los mercados de valores. De cada una de estas áreas jurídicas derivan unas determinadas normas (y, por tanto, unos determinados deberes a los administradores) que, con carácter general, coexisten pacíficamente a fin de garantizar la tutela de los intereses protegidos por cada una de ellas. Al incumplimiento de cada una de estas normas le será de aplicación el régimen de responsabilidad que corresponda, bien sea en el plano civil-mercantil, bien sea en el plano administrativo o, incluso, penal. Por ello, analizaremos, de una parte, el régimen de responsabilidad administrativa, cuyo contenido viene expresamente delimitado en el TRLMV por remisión del RD de Opas, y, de otra parte, el régimen de responsabilidad civil general recogido en la LSC y, subsidiariamente, en el Código Civil. Este último, por su extensión, no podrá ser abordado de forma exhaustiva, por lo que nos centraremos en estudiar su aplicación en el contexto de una opa y, particularmente, en analizar la posible apreciación de los presupuestos de responsabilidad exigibles e identificar las distintas acciones de responsabilidad a disposición de los sujetos afectados.

Dejaremos fuera de este trabajo la posible responsabilidad penal de los administradores de la sociedad afectada por la escasa probabilidad que en nuestra opinión existe de que se produzcan ilícitos penales durante el normal desarrollo de una opa. El Derecho penal se rige por los principios de intervención mínima, que circunscribe el objeto de esta área del ordenamiento a la protección de los bienes jurídicos más relevantes frente a los ataques más graves; y de subsidiariedad, que lo configura como la última *ratio*, de aplicación cuando las restantes ramas del Derecho hayan fracasado en otorgar la tutela pretendida. Atendiendo a estos principios y en vista, por un lado, de la extensión y concreción de las normas aplicables y de los distintos intereses que se pretende proteger y, por otro lado, de la estrecha supervisión ejercida por la autoridad competente, nos parece difícil concebir la realización de actuaciones merecedoras de reproche penal y la incapacidad de las restantes herramientas del ordenamiento para tutelar los intereses en juego. Piénsese en los tipos penales en los que, hipotéticamente, podría llegar a subsumirse la actuación de los administradores de la sociedad afectada: la administración desleal, la falsedad de documentos relativos a la situación jurídica o económica de la sociedad, la adopción de acuerdos abusivos, la vulneración de los derechos de información del socio o la obstaculización de la labor supervisora de la CNMV (artículos 252, 290 y siguientes del Código Penal). ¿Es probable que los administradores de la sociedad afectada decidan falsear documentos en el contexto de una opa de forma idónea para causar un perjuicio económico a la sociedad, sus socios o un tercero? Distíngase la falsedad documental de la ocultación de información o el suministro de información incorrecta, inexacta, incompleta o engañosa. ¿Pueden algunos administradores valerse de su posición mayoritaria para adoptar acuerdos abusivos en beneficio propio o ajeno que resulten perjudiciales para los intereses sociales? Hipotéticamente hablando, podrían, pero las reglas societarias aplicables en situación de conflicto de interés, unidas a la tarea de supervisión de los consejeros independientes y de la CNMV y al filtro que en su caso deba pasar el Registro Mercantil limitan *de facto* esta opción. ¿Es realmente factible vulnerar los derechos de información del socio en el contexto de una operación cuya regulación está esencialmente inspirada por el principio de información (principio que ya rige en los ámbitos del Derecho societario y del Derecho de los mercados de valores y que se refuerza en el contexto de las sociedades cotizadas y, todavía más, en el marco de una opa) y cuyo íntegro desenvolvimiento está supervisado por una autoridad administrativa? ¿Es concebible que los administradores puedan obstaculizar la tarea del supervisor considerando sus amplísimas facultades, que van desde autorizar o no la operación en vuelo hasta suspender de cotización a la sociedad afectada? ¿Y, de serlo, sería necesario recurrir a la vía penal en lugar de a la vía administrativa? Son preguntas todas ellas, a nuestro juicio, retóricas. De los distintos ilícitos penales enumerados, quizá el más probable sería el de administración desleal causante de un perjuicio en el patrimonio de la sociedad. No obstante, creemos que cualquier actuación desleal tenderá a resolverse en el ámbito civil, a través de los mecanismos disponibles para reclamar los daños causados, presuntamente, por la conducta de los administradores, sin que los sujetos recurran voluntariamente a la última *ratio* con fines de

retribución ni, aun menos, de prevención general o especial. La experiencia de nuestro entorno avala nuestra tesis.

Por último, advertimos de que el objeto de estudio es la responsabilidad personal de los administradores, quedando fuera de este trabajo la responsabilidad de la propia sociedad afectada. Partimos de la premisa de que la responsabilidad de los administradores es individual —con mayor o menor dificultad de prueba según el plano en el que nos movamos pues, a modo de ejemplo, existe en el régimen de responsabilidad civil una presunción de solidaridad—. Sin perjuicio de ello, no puede perderse de vista que, en la mayoría de los casos, las actuaciones susceptibles de generar responsabilidad serán actuaciones conjuntas del órgano de administración (o, en su caso, de sus órganos delegados). En los capítulos anteriores hemos expuesto cómo la práctica totalidad de los asuntos relacionados con una opa (adopción de acuerdos por cuenta de la sociedad afectada, suministro de información a terceros, propuesta de actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa, emisión del informe sobre la opa) competen al consejo de administración y solo en casos concretos cabe la delegación de facultades. Por ello, parece más probable concebir la reclamación de responsabilidad a todos los administradores en bloque en lugar de un ejercicio de individualización por parte del actor.

## **II. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA**

En este apartado tratamos el régimen de responsabilidad frente a las Administraciones Públicas derivado del incumplimiento de las obligaciones de los administradores de la sociedad afectada durante el transcurso de la opa. Advertimos de que este apartado es más hipotético que real, pues no conocemos ningún expediente sancionador en la materia iniciado por la CNMV desde la entrada en vigor del RD de Opas. Asimismo, aclaramos que el objetivo de este trabajo es tratar únicamente el régimen sancionador aplicable a las infracciones de la normativa de opas, excluyendo otras infracciones de la disciplina del mercado de valores tales como la infracción de las normas de abuso de mercado relativas a la existencia, uso y difusión de información privilegiada o a la realización de prospecciones de mercado, o la infracción de las normas de transparencia, sin perjuicio de que estas normas cobren vida con especial intensidad en el marco de una opa real o potencial, o los incumplimientos de normas relativas al funcionamiento de la junta general de sociedades cotizadas que constituyen infracciones administrativas conforme al artículo 296.1 del TRLMV.

### **1. Régimen de supervisión, inspección y sanción en materia de opas**

#### **1.1. Fuentes normativas y autoridad competente en España**

La Directiva de Opas emplaza a los Estados miembros a designar a una o varias autoridades competentes que supervisen las opas regidas por la Directiva y sus normas de transposición y

que velen por que las partes de cada oferta cumplan tales normas (considerando 5 y artículo 4). Asimismo, la Directiva de Opas encomienda a los Estados miembros las tareas de determinar el régimen de sanciones aplicable a toda infracción de las normas nacionales de transposición de la Directiva y de tomar cuantas medidas sean necesarias para garantizar su aplicación (considerando 27 y artículo 17)<sup>1</sup>. En aplicación del mandato comunitario, el legislador español sometió las opas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la entonces vigente LMV, hoy recogido en el TRLMV, por mor del artículo 49 del RD de Opas. Como consecuencia, la CNMV, responsable ya de la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, así como del ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora (artículo 17 del TRLMV), es la autoridad competente para la supervisión, inspección y sanción de las opas<sup>2</sup>.

La sucinta regulación del régimen de supervisión, inspección y sanción en el RD de Opas, consistente en un capítulo compuesto por tan solo dos breves preceptos (los artículos 49 y 50)<sup>3</sup>, revela la voluntad del legislador de no alterar el régimen general aplicable en el ámbito de los mercados de valores, si bien a lo largo de la norma se atribuyen funciones adicionales a la CNMV, algunas de ellas con amplio margen de discrecionalidad<sup>4</sup>, con la finalidad de intensificar sus facultades de control durante todo el procedimiento de una opa. Entre otras, se atribuye a la CNMV las facultades de admitir a trámite y autorizar las opas y sus modificaciones, solicitar la información y documentación que estime oportuna al efecto, dispensar de la obligación de formular una opa cuando se cumplan los requisitos legalmente previstos, modificar el precio equitativo de una opa en determinadas circunstancias, aceptar el establecimiento de condiciones en las opas voluntarias, así como el desistimiento por parte del oferente en supuestos que no vengan expresamente recogidos en el RD de Opas, exigir la repetición o ampliación de la publicación de los anuncios de la oferta, acordar la extensión del plazo de aceptación de una opa cuando lo considere necesario, solicitar información sobre las aceptaciones recibidas, publicar el resultado de la oferta, verificar la suficiencia de la garantía de la opa y autorizar su levantamiento una vez liquidada o retirada la opa<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 166, califican esta norma de ingenua pues consideran que los Estados miembros que hayan optado por no imponer la regla de pasividad (*opt-out*) difícilmente destinarán recursos al establecimiento de un régimen sancionador eficaz en el ámbito del Derecho público.

<sup>2</sup> En relación con las facultades atribuidas a la CNMV en ejercicio de sus funciones generales de supervisión, inspección y sanción, nos remitimos a lo dispuesto en el Título VIII del TRLMV.

<sup>3</sup> El propio RD de Opas, en su Exposición de Motivos, indica que “*concluye con una breve mención al régimen de supervisión, inspección y sanción aplicable a lo regulado en el mismo*”.

<sup>4</sup> La STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo) de 16 de mayo de 2008 (La Ley 53460/2008) afirma que la CNMV “*goza de un notable margen de apreciación [en materia de sanciones y de intervención]*”.

<sup>5</sup> Al respecto, *vid* DEL CAÑO PALOP, J.R., “Artículo 49. Supervisión, inspección y sanción” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, op. cit.*, pp. 993-996. GARCÍA-VILLARUBIA BERNABÉ, M., “Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción aplicable a las Ofertas Públicas de Adquisición de

## 1.2. Normas de conflicto en opas transfronterizas

En el artículo 4 de la Directiva de Opas se establecieron una serie de normas de conflicto, que fueron reproducidas en los artículos 129 del TRLMV y 1 del RD de Opas y a las que ya nos hemos referido en este trabajo, para determinar la autoridad competente y el Derecho aplicable en los supuestos de opas transfronterizas. En esencia, en el caso de que la *lex societatis* (ley aplicable en la jurisdicción en que la sociedad afectada tenga su domicilio social) difiera de la *lex mercatus* (ley aplicable en la jurisdicción donde estén admitidos a negociación los valores afectados por la opa), regirá la primera y será competente la autoridad de esa jurisdicción para los aspectos relativos al Derecho de sociedades, mientras que se aplicará la segunda y será competente la autoridad del lugar de cotización para las cuestiones procedimentales o relativas al mercado. Cuando haya varios lugares de cotización, prevalecerá el de primera admisión o, en caso de admisiones simultáneas en mercados de distintos países, prevalecerá el que haya elegido el emisor (la sociedad afectada) el primer día de negociación de sus valores. Este régimen sustituye a las normas territoriales recogidas en el artículo 4 del TRLMV, conforme a las cuales el referido texto legal será de aplicación a todos los instrumentos financieros cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en España.

En atención a las reglas expuestas, hemos establecido la ley aplicable y la autoridad competente para los aspectos de una opa abordados a lo largo de este trabajo. Así, en lo relativo a los deberes de los administradores de la sociedad afectada (*i.e.*, a su régimen de conducta en relación con el deber de pasividad y la posible intervención en la preparación y adopción de medidas capaces de impedir el éxito de una opa), será aplicable la ley española y competente la autoridad española cuando la sociedad afectada sea española. Por su parte, el informe del consejo de administración sobre la opa deberá regirse por la ley española y ser supervisado (*ex post*) por la CNMV en lo que a contenido, forma y plazos se refiere cuando la opa se formule sobre valores admitidos a negociación en España. En cambio, el procedimiento societario para su adopción se regulará por la ley española solo cuando la sociedad afectada también lo sea.

El incumplimiento de cualquiera de estos deberes se regirá por la ley española y será objeto de supervisión y sanción por la CNMV cuando el propio deber venga impuesto por dicha ley. Por ello, en este capítulo asumiremos que la sociedad afectada es de nacionalidad española y que sus valores cotizan en las Bolsas de Valores españolas, de modo que la norma aplicable sea, en todo caso, la española.

---

Valores”, *RMV* 6, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica *laleydigital360* (La Ley 408/2010)], parece afirmar que la remisión al régimen general de la LMV, sin introducir modificaciones al mismo, se hace en pos del principio de jerarquía normativa.

### 1.3. Alcance subjetivo: sujeción de los administradores de la sociedad afectada

El artículo 2.1.f) de la Directiva de Opas define las “*partes de la oferta*”, a quienes pretende someter a la supervisión de las autoridades nacionales, como “*el oferente, los miembros del órgano de administración o dirección del oferente cuando se trate de una sociedad, la sociedad afectada, los titulares de valores de la sociedad afectada y los miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada y las partes que actúen de concierto con las partes mencionadas*” (el subrayado es nuestro). En sentido similar, aunque conservando prácticamente intacta la redacción de la normativa anterior, el artículo 49 del RD de Opas extiende el régimen de supervisión, inspección y sanción del TRLMV a “*las personas o entidades que promuevan una oferta pública de adquisición, las sociedades afectadas, las sociedades y agencias de valores o las entidades de crédito que actúen en representación del oferente, los administradores de cualquiera de las entidades anteriormente indicadas y cualquier otra persona que directa o indirectamente intervenga por cuenta o de forma concertada con aquéllas en la oferta pública*”<sup>6</sup>. En consecuencia, el cumplimiento de las obligaciones de los administradores de la sociedad afectada es objeto de supervisión por la autoridad nacional que cada Estado miembro haya designado como competente en materia de opas. Y lo será con independencia de que los administradores actúen individual o colegiadamente, pues algunas de las obligaciones aplicables en el marco de una opa se imponen a cada administrador personalmente y no al órgano colegiado en su conjunto.

Por otra parte, llama la atención que el artículo 49 del RD de Opas no extienda el alcance subjetivo del régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV a los destinatarios del deber de pasividad distintos de los administradores de la sociedad afectada o de las personas que actúen concertadamente con ellos. La redacción de la Directiva de Opas es coherente con el ámbito subjetivo que prevé para el deber de pasividad, pero éste fue extendido por el legislador español y el ámbito subjetivo del régimen de supervisión, inspección y sanción debería haber sido ampliado consecuentemente. El motivo es sencillo: dotar de eficacia, esencialmente por la vía de la disuasión, a los referidos deberes de estos sujetos. Hemos visto en este trabajo que la imposición de deberes a estos sujetos es de dudosa eficacia (por difícil exigibilidad) desde la perspectiva societaria. La ausencia de punibilidad en el plano administrativo reduce todavía más su virtualidad práctica.

Por último, señalamos que el ámbito subjetivo establecido en el artículo 49 del RD de Opas difiere del recogido en el propio TRLMV y es, a nuestro juicio, complementario, de manera que las personas sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción por parte de la

---

<sup>6</sup> El artículo 39 del RD 1197/1991 establecía un ámbito subjetivo idéntico, con la diferencia de que no hacía mención a las entidades de crédito que actuaran en representación del oferente.



CNMV en virtud de la norma general seguirán estándolo, incluso en el contexto de una opa, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 49 del RD de Opas<sup>7</sup>.

#### **1.4. Alcance objetivo: circunscripción a la disciplina del mercado de valores**

El artículo 17 de la Directiva de Opas establece que los Estados miembros determinarán las sanciones aplicables a las infracciones de las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de la referida Directiva. Queda así delimitado a nivel comunitario el ámbito objetivo del régimen de supervisión, inspección y sanción que los Estados miembros deben implementar. Por el contrario, el artículo 49 del RD de Opas no define el alcance objetivo del régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV, por lo que debe acudir a las previsiones generales al respecto. Así, el artículo 233.1.c) del TRLMV indica que quedarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en dicha ley, a cargo de la CNMV, entre otros, *“en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el Mercado de Valores [...] [l]os emisores de valores [y l]as restantes personas físicas o jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta ley y sus disposiciones de desarrollo”*. Asimismo, el artículo 271.1 del mismo texto legal prevé que *“[l]as personas físicas y entidades a las que resulten de aplicación los preceptos de esta ley, así como quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección de estas últimas, que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en [el] capítulo [IV del Título VIII del TRLMV]”* (los subrayados son nuestros).

A la luz de estos preceptos, puede afirmarse que el alcance objetivo del régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV en materia de opas se circunscribe a las normas recogidas en el Capítulo IX (De las ofertas públicas de adquisición) del Título IV del TRLMV y en el RD de Opas, así como en cuantas normas se hayan dictado en desarrollo de las mismas (e.g., la Circular 8/2008 de 10 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores)<sup>8</sup>. En contraste, quedará fuera del régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV cualquier cuestión no expresamente regulada en dichos textos legales, incluyendo las normas societarias aplicables con carácter general a las actuaciones del órgano de administración o de sus miembros en el desempeño de sus cargos como los deberes de diligencia y lealtad mencionados en el capítulo segundo de este trabajo y cuya coexistencia y

---

<sup>7</sup> En la misma línea, DEL CAÑO PALOP, J.R., “Artículo 49. Supervisión, inspección y sanción”, *op. cit.*, p. 997; GARCÍA-VILLARUBIA BERNABÉ, M., “Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción aplicable a las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, *op. cit.*

<sup>8</sup> La Disposición Final Tercera del RD de Opas habilita expresamente al Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV para dictar las disposiciones que resulten necesarias para el desarrollo, ejecución y cumplimiento de lo previsto en el RD de Opas.

aplicabilidad a lo largo de un proceso de opa venimos defendiendo, o el deber general de buena fe aplicable *urbi et orbi* en cualquier actuación con relevancia jurídica.

## 2. Régimen sancionador aplicable a los administradores de la sociedad afectada

### 2.1. Fuentes normativas

De conformidad con lo previsto en el artículo 49 del RD de Opas y, por remisión, en el TRLMV, el régimen sancionador en materia de opas se regirá por lo dispuesto en el Título VIII del TRLMV, la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas (la “**Ley 39/2015**”), la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (la “**Ley 40/2015**”) y sus respectivas normas de desarrollo. Asimismo, serán de aplicación las normas relativas al régimen jurídico de la CNMV y, particularmente, su Reglamento de Régimen Interior<sup>9</sup>.

### 2.2. Infracciones administrativas

El Capítulo V del Título VIII del TRLMV recoge las acciones u omisiones constitutivas de infracciones administrativas en el ámbito de los mercados de valores y, al efecto, categoriza dichas infracciones en muy graves, graves y leves. En particular, los artículos 280, 293 y 300 del TRLMV tipifican las infracciones muy graves, graves y leves, respectivamente, en materia de opas<sup>10</sup>. No es nuestro ánimo reproducir aquí todas las conductas sancionables en el transcurso de una opa, sino resaltar únicamente aquellas acciones u omisiones de los administradores de la sociedad afectada por una opa capaces de generar responsabilidad administrativa<sup>11</sup>.

Así pues, en primer lugar, de conformidad con lo previsto en el artículo 280 del TRLMV, son infracciones muy graves, entre otras que no resultan de aplicación<sup>12</sup>, (i) el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 128 a 133 y 137 del TRLMV

---

<sup>9</sup> Disponible en [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/resoluciones/RRI\\_CNMV.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/resoluciones/RRI_CNMV.pdf) [fecha de consulta: 30 de mayo de 2018].

<sup>10</sup> El contenido de los artículos 280 y 293 del TRLMV fue introducido en nuestro ordenamiento por la Ley 6/2007, que incluyó apartados adicionales en los entonces vigentes artículos 99 (Infracciones muy graves) y 100 (Infracciones graves) de la LMV. No fue hasta la refundición de las normas de los mercados de valores en 2015 que se establecieron artículos autónomos para las infracciones en materia de opas.

<sup>11</sup> Para una descripción de todas las infracciones tipificadas en el TRLMV en materia de opas, *vid* JIMÉNEZ-BLANCO, G., “OPA y régimen sancionador. (I) Sanciones administrativas” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, *op. cit.*, pp. 635 y ss.; y DEL CAÑO PALOP, J.R., “Artículo 49. Supervisión, inspección y sanción”, *op. cit.*, pp. 1002 y ss.

<sup>12</sup> Omitimos la letra a) del artículo 280.1 del TRLMV pues se refiere a posibles infracciones por parte del oferente y el artículo 280.3 de la misma ley ya que hace referencia al incumplimiento de los artículos 82 (Exclusión de negociación voluntaria) y 135 (Medidas de neutralización), que sí incluyen obligaciones para la sociedad afectada que requieren de actuación de los administradores, pero no han sido objeto de este trabajo.

y en la normativa que se dicte al amparo de lo dispuesto en estos artículos y, en particular, (a) la falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una opa, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo y (b) la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una opa con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo; y (ii) el incumplimiento por los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada de las obligaciones establecidas en el artículo 134 del TRLMV y en su desarrollo reglamentario (*i.e.*, el deber de pasividad y la obligación de publicar un informe sobre la opa).

Respecto a las obligaciones referidas en el apartado (i), debemos señalar en primer lugar que la enumeración de infracciones muy graves es, en nuestra opinión, meramente ilustrativa, como señala la expresión “*en particular*” y como se deduce del comienzo del precepto por una enunciación de carácter general<sup>13</sup>. En segundo lugar, debe tenerse en cuenta que los preceptos citados (artículos 128 a 133 y 137 del TRLMV) no imponen obligaciones o deberes a los administradores de la sociedad afectada en sentido estricto o literal. Únicamente el artículo 133.4 menciona la necesidad de desarrollar reglamentariamente la información que habrá de hacerse pública antes de la presentación de una oferta, una vez adoptada la decisión de presentarla, en el transcurso de la misma y una vez finalizada (letra k)) y la información que habrá de suministrarse por los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores, así como el procedimiento aplicable a dicha obligación, ello sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral (letra o)). Siendo así, ¿son subsumibles en dicho apartado los incumplimientos de las obligaciones que el RD de Opas ha impuesto a los administradores de la sociedad afectada en materia de publicidad y suministro de información al público, a la CNMV y a los trabajadores? Podría argumentarse que una respuesta afirmativa chocaría con el principio de tipicidad, pues el TRLMV no impone una obligación e insta a su desarrollo reglamentario, sino que se limita a enumerar cuestiones que habrán de ser reguladas por la vía reglamentaria y que, solo entonces, podrán resultar —o no— en la imposición efectiva de obligaciones. A nuestro juicio, este argumento puede sostenerse respecto de la letra k), pero entendemos que de la redacción de la letra o) puede deducirse claramente la existencia de una obligación para los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada. Además, el enunciado general del artículo 280.1 del TRLMV abre expresamente la puerta a sancionar el incumplimiento de las obligaciones reconocidas reglamentariamente y la enumeración

---

<sup>13</sup> Igualmente, GARCÍA-VILLARUBIA BERNABÉ, M., “Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción aplicable a las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, *op. cit.*

ilustrativa que lo sigue corrobora esta opinión. En efecto, su letra b) se refiere indudablemente a un incumplimiento del artículo 133.4.k) pues reproduce su contenido en términos prácticamente idénticos. Veremos también que una interpretación contraria podría vaciar de contenido el artículo 293 del TRLMV, relativo a las infracciones graves, pues éste no se compone de un enunciado general seguido de una enumeración ejemplificativa, sino que prescinde de la primera parte para entrar directamente a la segunda. En cualquier caso, y sin perjuicio de las reflexiones anteriores, no puede perderse de vista que la única obligación de publicación de información que recae sobre los administradores de la sociedad afectada es la de emitir el informe sobre la opa y que su incumplimiento se regula expresamente en el apartado (ii) del artículo 280 del TRLMV, aquí reproducido. Respecto al suministro de información a los trabajadores, este deber está recogido en el desarrollo reglamentario de la obligación de emitir el informe sobre la opa y, por ende, consideramos que también quedaría amparado en el referido apartado (ii)<sup>14</sup>.

En cuanto al incumplimiento del deber de pasividad y de la obligación de publicar un informe sobre la opa, es preciso analizar si la inobservancia de cualquier previsión establecida en el artículo 134 del TRLMV y su desarrollo reglamentario (*i.e.*, los artículos 28 y 24 del RD de Opas) constituye una infracción muy grave. A modo de ejemplo, ¿constituye una infracción muy grave el incumplimiento de uno de los apartados del artículo 28.4 del RD de Opas? ¿y la infracción del artículo 24.2 de dicho texto legal? Estas disposiciones complementan o desarrollan las obligaciones de pasividad y emisión del informe, pero no constituyen su contenido esencial. Por consiguiente, su equiparación al propio incumplimiento de dichas obligaciones nos parece excesivo y desproporcionado a la vista de las sanciones asociadas. A nuestro juicio, la gravedad de estas infracciones debería graduarse en atención a la específica disposición incumplida y a la vulneración del bien jurídico protegido, cual es el derecho de los destinatarios de la opa de valorar la opa libremente sin interferencias de terceros, en el caso de la regla de pasividad, y el derecho de los mismos de contar con un elemento de juicio cualificado, suficiente y a tiempo al efecto de realizar tal valoración, en el caso del informe.

En segundo lugar, de acuerdo con el artículo 293 del TRLMV, son infracciones graves (i) la falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una opa, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando no sea infracción muy grave y (ii) la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una opa con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos

---

<sup>14</sup> GARCÍA-VILLARUBIA BERNABÉ, M., “Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción aplicable a las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, *op. cit.*, plantea expresamente la controversia del principio de tipicidad y parece posicionarse en sentido similar al aquí expuesto. JIMÉNEZ-BLANCO, G., “OPA y régimen sancionador. (I) Sanciones administrativas”, *op. cit.*, p. 639, considera que la falta de publicación del informe estaría únicamente comprendida en el apartado (ii). En contra, DEL CAÑO PALOP, J.R., “Artículo 49. Supervisión, inspección y sanción”, *op. cit.*, pp. 1003 y ss.

que induzcan a engaño, cuando no sea infracción muy grave. Hemos anticipado ya que esta norma, a diferencia del artículo 280 del TRLMV, no incluye un enunciado general, sino que se limita a tipificar estas dos infracciones. En consecuencia, éstas pierden su carácter ilustrativo y constituyen las únicas infracciones susceptibles de ser calificadas como graves.

La redacción de estas infracciones coincide plenamente con la de sus equivalentes previstas en el artículo 280. La única diferencia es que, en ambos casos, para que se trate de una infracción muy grave se exige que *“la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo”*. Tales requisitos son alternativos, de manera que la infracción será muy grave siempre que se dé cualquiera de ellos y meramente grave en ausencia de los tres. La redacción de estos requisitos plantea un problema de indeterminación, pues la apreciación de su cumplimiento depende del significado que la CNMV atribuya a los términos *“relevante”* y *“significativo”*, jurídicamente indeterminados. Esta cuestión cobra importancia para la segunda infracción ya que, sin ánimo de establecer aquí criterios universales, parece sensato entender que la falta de publicación del informe —esto es, el incumplimiento de una de las dos obligaciones esenciales de los administradores de la sociedad afectada— sobre la opa es relevante. Sin embargo, la gravedad de la omisión de datos o de la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en el mismo sí deberá valorarse a la luz de la relevancia de la información afectada. Nótese que nos referimos a la información afectada y no a la documentación afectada. Consideramos que habrá de estarse a la específica información afectada y no al documento en su conjunto, pues el informe del consejo es relevante y, sin embargo, no todo su contenido es de igual relevancia ni toda omisión, inexactitud o falsedad causará el mismo impacto. A modo ilustrativo, no será igual de grave, por no vulnerar con la misma intensidad el derecho de los destinatarios de la opa a contar con un elemento de juicio cualificado para valorar la opa, incluir un dato inexacto sobre el número de acciones titularidad de un administrador que omitir una valoración positiva de la contraprestación de la opa elaborada por un experto independiente.

En tercer y último lugar, conforme a lo previsto en el artículo 300 del TRLMV, son infracciones leves las infracciones de preceptos de obligada observancia comprendidos en las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituyan infracción grave o muy grave de acuerdo con lo anterior. Puesto que la inobservancia del deber de pasividad y el incumplimiento de la obligación de publicar el informe sobre la opa constituyen en todo caso infracciones muy graves y el incumplimiento de obligaciones de información son muy graves o graves, parece que ninguna infracción de los administradores de la sociedad afectada podrá calificarse como leve. Nos remitimos a nuestras reflexiones sobre la necesidad de graduar las infracciones del artículo 134 del TRLMV y su normativa de desarrollo en pro del principio de proporcionalidad.

Las infracciones muy graves y graves prescribirán a los cinco años, contados desde el día en que se haya cometido la infracción o, de ser continuada, desde la finalización de la actividad infractora o la realización del último acto con el que la infracción se consume. Por su

parte, las infracciones leves prescribirán a los dos años, computados desde el mismo *dies a quo* (artículo 301 del TRLMV).

### 2.3. Sanciones administrativas

Las sanciones administrativas asociadas a las anteriores infracciones están recogidas en los artículos 302 y siguientes del TRLMV y también se categorizan en función de la gravedad de la infracción. Así, por la comisión de una infracción muy grave por parte de los administradores de la sociedad afectada podrá imponerse, entre otras que consideramos que no resultarían de aplicación<sup>15</sup>, (i) una multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades, cuando pudieran resultar de aplicación: (a) el quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción, (b) el cinco por ciento de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados para la infracción o (c) 5.000.000 euros; (ii) la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años; o (iii) amonestación pública. Del mismo modo, por la comisión de una infracción grave podría imponerse (i) una multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades, cuando pudieran resultar de aplicación: (a) el triple del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción, (b) el dos por ciento de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados para la infracción o (c) 300.000 euros; (ii) la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a un año; o (iii) amonestación pública. Por último, si la infracción se categorizara como leve, podría imponerse una multa de hasta 30.000 euros.

Es criticable que no se prevea la suspensión o separación del cargo de administrador que ocupe el infractor en la sociedad afectada por un determinado plazo, como sí se prevé para los administradores de entidades financieras que incumplan otras disposiciones recogidas en el TRLMV, para los administradores que incumplan determinadas normas de abuso de mercado en más de dos ocasiones, o para los administradores de personas jurídicas que sean responsables de las infracciones cometidas por éstas<sup>16</sup>. Hemos visto en este trabajo que los deberes que se imponen a los administradores de una sociedad afectada por una opa son inherentes a sus cargos y se imponen precisamente por su condición de tales, pues es esta condición la que les sitúa en posición de infringir las normas y vulnerar los derechos protegidos por la normativa de opas. Por ello, nos parece razonable que entre las sanciones asociadas al incumplimiento de tales

---

<sup>15</sup> Las cuantías referidas a los recursos propios de la entidad infractora, así como las restantes sanciones no resultarían de aplicación en el caso de que el infractor fuera el administrador de la sociedad afectada por una opa.

<sup>16</sup> Hemos asumido que las sanciones expresamente previstas para los administradores de entidades financieras no están pensadas para el incumplimiento de la normativa de opas, sino para el incumplimiento de las normas específicamente aplicables a estas entidades, pues de otro modo la distinción sería discriminatoria.

deberes se encuentre la suspensión, revocación o inhabilitación temporal para ejercer un cargo que no se ha desempeñado en los términos exigidos legalmente<sup>17</sup>.

#### 2.4. Breve descripción del procedimiento sancionador

A continuación, describimos brevemente el procedimiento sancionador en caso de incumplimiento de alguno de los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una opa. Hemos establecido ya que este procedimiento se regirá por la Ley 39/2015, con las particularidades relativas al funcionamiento de la CNMV al respecto.

Como consideración previa, señalamos que la intervención de la CNMV estará sujeta a los principios relativos al ejercicio de la potestad sancionadora recogidos en el Capítulo III del Título Preliminar de la Ley 40/2015. Sucintamente, dichos principios son: (i) el principio de legalidad, que persigue que la ley sea la única fuente creadora de sanciones y exige, a tal efecto, el reconocimiento expreso de la potestad sancionadora en una norma con rango de ley, su ejercicio de conformidad con la legislación aplicable y su atribución expresa a una determinada autoridad por disposición de rango legal o reglamentario; (ii) el principio de irretroactividad, que impide aplicar retroactivamente normas sancionadoras no favorables para el infractor; (iii) el principio de tipicidad, recogido también en el artículo 25 de la Constitución Española, que circunscribe las infracciones administrativas a aquellas conductas que hayan sido recogidas como tales en el ordenamiento jurídico y limita las sanciones aplicables a la letra de la ley, sin dar cabida al principio de analogía; (iv) el principio de responsabilidad, que ciñe la imposición de sanciones a los sujetos con capacidad de obrar que hayan realizado la conducta antijurídica mediando dolo o negligencia; (v) el principio de proporcionalidad, que persigue que la sanción se adecúe a la gravedad y naturaleza de la infracción y establece criterios de graduación de las sanciones a este fin; (vi) el principio de prescripción, que fija un límite temporal a la facultad de sancionar conductas infractoras; y (vii) el principio de *non bis in idem*, que proscribe la concurrencia de sanciones administrativas y penales en caso de identidad de sujeto, hecho y fundamento. Asimismo, el ejercicio de la potestad sancionadora está sujeto al principio de presunción de inocencia, este último recogido en el artículo 53.2.b) de la Ley 39/2015 relativo a las garantías del procedimiento administrativo común<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, pp. 159-160 y p. 169, se refieren a la eficacia disuasoria de apartar a los administradores de sus cargos como resultado de la infracción del deber de pasividad. Primero encuadran esta medida en el ámbito de las acciones civiles y seguidamente traen a colación estudios que demuestran que el éxito de estas medidas aumenta cuando vienen acompañadas de una sanción pública.

<sup>18</sup> Para un estudio de los referidos principios, *vid* entre otros HERNÁNDEZ JIMÉNEZ, H.M., “Aplicación práctica de los principios de la potestad sancionadora de la Administración en la nueva Ley 40/2015”, *Actualidad Administrativa* 2, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 417/2017) el 5 de junio de 2018]; CAMPOS ACUÑA, M.C., “Principios de la potestad sancionadora” en AA.VV., *Comentarios a la Ley 40/2015 de Régimen Jurídico del Sector Público* (dir. Campos Acuña, M.C.), 1ª edición, Madrid: Wolters Kluwer, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 2384/2017) el 5 de junio de 2018]; y

Sentados los principios rectores de la potestad sancionadora, procede ahora describir el procedimiento sancionador en sí. Éste no se regula autónomamente, sino que se rige por las normas aplicables al procedimiento administrativo común con las particularidades previstas en cada caso para el procedimiento sancionador. Excedería del objeto de este trabajo analizar en profundidad este procedimiento, por lo que nos ceñiremos a resaltar algunos aspectos esenciales del mismo y las singularidades en el contexto de una infracción de la normativa de los mercados de valores<sup>19</sup>.

El artículo 273 del TRLMV establece que la incoación e instrucción de expedientes sancionadores en materia de los mercados de valores, así como la imposición de sanciones, corresponderá a la CNMV. Ésta deberá dar cuenta razonada al Ministerio de Economía de la imposición de sanciones por infracciones muy graves y remitir trimestralmente la información esencial sobre los procedimientos en curso y las resoluciones adoptadas.

El procedimiento sancionador únicamente podrá ser iniciado de oficio por acuerdo del órgano competente (artículo 63.1 de la Ley 39/2015). En este sentido, el artículo 36.2 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV atribuye la facultad de iniciar el procedimiento sancionador al Consejo de la CNMV. No obstante, dicha competencia fue delegada en el Comité Ejecutivo de la CNMV por acuerdo de la propia Comisión de 26 de abril de 2017<sup>20</sup>. Los procedimientos podrán ser iniciados por iniciativa propia del referido Comité Ejecutivo, como consecuencia de la elaboración de un informe razonado por los servicios de la CNMV o previa denuncia de una presunta infracción administrativa. El contenido mínimo tanto del informe como de la denuncia está regulado en los artículos 61 y 62 de la Ley 39/2015 y complementado por el artículo 36.3 del Reglamento de Régimen Interior.

La instrucción del procedimiento sancionador para la determinación, conocimiento y comprobación de los hechos en virtud de los cuales deba pronunciarse la resolución será competencia de la Dirección General de Servicios Jurídicos de la CNMV (artículo 30.5 del Reglamento de Régimen Interior). Durante esta fase, los interesados podrán formular

---

ORTUÑO RODRÍGUEZ, A.E., “La potestad disciplinaria de la Administración tras las Leyes 39/2015, de procedimiento administrativo común de las administraciones públicas y 40/2015, de régimen jurídico del sector público”, *Actualidad Administrativa* 2, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 411/2017) el 5 de junio de 2018].

<sup>19</sup> Sobre el procedimiento sancionador en el ámbito de los mercados de valores, *vid* RECODER VALLINA, T., *Procedimiento sancionador de las administraciones independientes de carácter financiero: especial referencia a la CNMV*, tesis doctoral dirigida por Pascua Mateo, F.A., Universidad Complutense de Madrid, 2015, pp. 195 y ss., disponible en <http://eprints.ucm.es/40867/1/T38283.pdf> [fecha de consulta: 7 de junio de 2018]. Sobre el procedimiento sancionador en general, entre muchos otros, ORTUÑO RODRÍGUEZ, A.E., “La potestad disciplinaria de la Administración tras las Leyes 39/2015...”, *op. cit.*; y GALLARDO CASTILLO, M.J., “Especialidades del procedimiento sancionador” en AA.VV., *Instituciones de procedimiento administrativo común. Novedades de la Ley 39/2015 del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas* (dirs. Rivero Ortega, R., Calvo Sánchez, M.D., Fernando Pablo, M.M.), Portugal: Juruá, 2016, pp. 219 y ss.

<sup>20</sup> BOE número 107 de 5 de mayo de 2017 disponible en <http://boe.es/boe/dias/2017/05/05/pdfs/BOE-A-2017-4920.pdf> [fecha de consulta: 30 de mayo de 2018].



alegaciones y presentar los documentos que consideren pertinentes para su defensa. Además, podrán tener acceso al expediente, con excepción de aquella información que tenga la consideración de reservada, y deberán ser informados de todas las actuaciones realizadas por el instructor. La prueba de los hechos constitutivos de infracción deberá realizarse conforme a los medios de prueba admitidos en Derecho y habrá de atenerse a las normas del procedimiento administrativo común. El órgano instructor podrá adoptar las medidas provisionales que estime oportunas para asegurar la eficacia de la resolución que ponga fin al expediente sancionador de acuerdo con los principios de proporcionalidad, efectividad y menor onerosidad.

Una vez finalizada la fase de instrucción, corresponderá a la citada Dirección General la formulación de una propuesta de resolución del expediente sancionador en curso, que deberá ser notificada a los interesados. En dicha propuesta deberán hacerse constar los hechos que se consideren probados, su calificación jurídica, la infracción que constituyan, la identidad de los sujetos responsables, la sanción propuesta, la valoración de la prueba practicada y, en su caso, las medidas provisionales que hayan sido adoptadas. Alternativamente, la propuesta de resolución podrá declarar la inexistencia de infracción o de responsabilidad, pudiéndose en estos casos prescindir de la elaboración de la propia propuesta.

El procedimiento sancionador podrá terminar de diversas maneras. Habitualmente finaliza con la aprobación de una resolución, sancionadora o no, que en vista de la preceptiva separación de las fases de instrucción y resolución será dictada por el Consejo de la CNMV. La resolución habrá de ser motivada y congruente, deberá notificarse a los interesados y abrirá una nueva fase de audiencia de los mismos. Alternativamente, el procedimiento podrá concluir por desistimiento (la doctrina discute si cabe esta posibilidad o si habría de dictarse en todo caso una resolución absolutoria; a nuestro juicio, la segunda alternativa es preferible, pero la norma no lo impone luego no puede descartarse esta posibilidad), por caducidad del procedimiento o por imposibilidad sobrevenida de continuar con él. Entendemos que no cabría la terminación por renuncia de los interesados o la llamada terminación convencional, pues es previsible que el incumplimiento de los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una opa no vulnere los derechos de un particular, sino de un colectivo general interesado en la opa: sus destinatarios<sup>21</sup>.

Las sanciones por infracciones muy graves o graves serán publicadas en el BOE una vez adquieran firmeza en la vía administrativa, mientras que no se dará publicidad a las sanciones impuestas por la comisión de infracciones leves. Las resoluciones dictadas por la CNMV podrán recurrirse en vía administrativa de conformidad con las normas generales de Derecho administrativo y, agotada la vía administrativa, los actos firmes podrán ser impugnados ante el orden jurisdiccional contencioso-administrativo.

---

<sup>21</sup> Para un apunte sobre el debate doctrinal y jurisprudencial al respecto, *vid* RECODER VALLINA, T., *Procedimiento sancionador de las administraciones independientes de carácter financiero...*, *op. cit.*

### **3. Valoración del régimen de responsabilidad administrativa de los administradores**

Hemos advertido al inicio de este apartado que se trataba de una exposición eminentemente hipotética, pues no conocemos la apertura de expedientes sancionadores en relación con el incumplimiento de deberes de los administradores de sociedades afectadas por opas que hayan sido supervisadas por la CNMV. Este hecho tiene dos posibles significados: (i) que los administradores de las sociedades españolas han sido fieles observadores de la legalidad vigente en el contexto de una opa (“animados” por la función supervisora y el enfoque preventivo de la CNMV) o (ii) que el régimen de responsabilidad administrativa o la aplicación del mismo por parte de la autoridad competente es ineficaz. La presunción de inocencia no nos permite siquiera poner en cuestión la primera opción, pero debemos hacer algunas reflexiones respecto a la segunda.

En cuanto a la propia regulación de la responsabilidad administrativa, hemos expuesto en este apartado las no pocas cuestiones que se suscitan con relación a la delimitación de las conductas infractoras y a la fijación de las sanciones asociadas. A nuestro modo de ver, estas dudas se despejarían si todas las obligaciones quedasen recogidas, al menos en su contenido esencial, en el propio cuerpo del TRLMV (*e.g.*, la obligación de suministrar información a los trabajadores), sin perjuicio de que sus detalles fueran objeto de desarrollo por normas reglamentarias o, incluso, de nivel inferior. Asimismo, consideramos que el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 134 del TRLMV y su normativa de desarrollo también debería categorizarse como una infracción grave, y no exclusivamente muy grave, en función de la gravedad de la concreta disposición infringida y de su repercusión en el bien jurídico protegido. En este sentido, podría hacerse un esfuerzo normativo por dividir el incumplimiento del artículo 134 en subapartados o por introducir otros criterios de graduación más allá de la relevancia de la información o documentación afectada o del número de inversores afectados, tales como la intencionalidad, la esencialidad de la norma infringida o la gravedad de los perjuicios causados (de forma similar al reciente esfuerzo realizado a través del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, cuya disposición final novena modifica el TRLMV para adaptarlo al Reglamento de Abuso de Mercado y, entre otras cuestiones, se ocupa de categorizar las distintas infracciones en esta materia, en su mayoría por remisión a dicho Reglamento, y las sanciones asociadas a cada una de ellas). Respecto a la intencionalidad, es cierto que la regla de pasividad trata de eliminar este criterio de la ecuación y sustrae del ámbito de actuación de los administradores de la sociedad afectada por una opa cualquier actuación meramente capaz de impedir el éxito de una opa, con independencia de su finalidad obstaculizadora o no. No obstante, a efectos sancionadores, no consideramos adecuado ignorar la diferencia entre una conducta dolosa y una conducta negligente. En cuanto a la esencialidad de la norma, no puede equipararse el incumplimiento del contenido esencial de un deber con la infracción de las previsiones auxiliares o meramente formales relacionadas con el mismo. A modo ilustrativo, no son equiparables, por un lado, la ejecución de una actuación capaz de impedir el éxito de la opa sin el consentimiento previo de los accionistas y, por otro lado, la convocatoria de una junta para

decidir sobre una medida de esta naturaleza sin observar todos los requisitos de información aplicables. En relación con la gravedad de los perjuicios causados, este criterio podría traducirse en el grado de ejecución de la conducta infractora o en la valoración del daño causado. Siguiendo con el ejemplo anterior, no sería lo mismo que la junta estuviera pendiente de celebrar, y por tanto el incumplimiento de los requisitos informativos fuera todavía subsanable, que si la junta ya se hubiera celebrado y el acuerdo pertinente se hubiera adoptado.

Respecto al ejercicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción por la CNMV, la experiencia demuestra que, en el transcurso de una opa, prevalece el enfoque preventivo frente al reactivo: a nuestro juicio acertadamente, se hace un uso intensivo de las dos primeras facultades con el objeto de garantizar el respeto de las normas aplicables y anticipar o evitar potenciales infracciones administrativas; esta praxis reduce, en última instancia, la necesidad de ejercitar la potestad sancionadora.

### III. RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA

#### 1. Fuentes normativas

El régimen de responsabilidad civil de los administradores está recogido en el Capítulo V del Título VI de la LSC y se configura como un régimen autónomo de responsabilidad frente al marco general de responsabilidad civil previsto en nuestro Código Civil<sup>22</sup>. Este régimen se

---

<sup>22</sup> La doctrina ha discurrido si el régimen de responsabilidad frente a terceros recogido en la LSC (*i.e.*, la acción individual de responsabilidad) constituye un régimen autónomo de responsabilidad o si, por el contrario, se integra en el régimen general de daños, siendo el correspondiente precepto de la LSC una mera norma de remisión al Código Civil. Al respecto, *vid* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “La acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital. Por fin una solución legislativa sobre su régimen jurídico” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 1297 y ss.; SALDAÑA VILLOLDO, B., *La acción individual de responsabilidad. Su significación en el sistema de responsabilidad de los administradores sociales (Estudio jurisprudencial)*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2009, pp. 181 y ss.; MUÑOZ PÉREZ, A., “Presupuestos de responsabilidad de los administradores” en AA.VV., *La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital* (coord. Guerra Martín, G.), 1ª edición, Madrid: La Ley, 2011, pp. 105 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 3ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2009, pp. 166 y ss.; y MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Madrid: Marcial Pons, Colección Garrigues, 2005, pp. 95-148. La nueva redacción de los artículos 236 y siguientes de la LSC y, particularmente, la introducción del artículo 241 *bis*, que se refiere a “la acción de responsabilidad contra los administradores, sea social o individual” y fija el plazo de prescripción de ambas en cuatro años (en línea con la prescripción de la acción mercantil contra socios, gerentes y administradores recogida en el artículo 949 del Código de Comercio, frente al plazo de un año previsto en el Código Civil para las acciones por responsabilidad extracontractual) parece poner fin al debate doctrinal a favor de la primera teoría mencionada. Así se pronuncia GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 338. El Tribunal Supremo ya venía defendiendo esta tesis desde hace años. *Vid.*, entre otras, la STS (Sala de lo Civil) 253/2016 de 18 de abril (La Ley 29698/2016) conforme a la cual “[e]sta Sala viene entendiendo que la acción

aplicará a los administradores exclusivamente por los actos realizados en el ejercicio de sus cargos, quedando toda responsabilidad por actos extraorgánicos o extrasocietarios sujeta al régimen civil general, que no es objeto de estudio en este trabajo<sup>23</sup>.

## 2. Acción social y acción individual de responsabilidad

La acción social y la acción individual de responsabilidad están reguladas en los artículos 238 a 241 *bis* de la LSC. Las cuestiones que plantea el ejercicio de dichas acciones son numerosas y no es posible abordarlas en su integridad en este trabajo. Lo que nos proponemos a continuación es descender a la práctica en el contexto de una opa (y, por tanto, en el marco de una sociedad cotizada) y analizar las cuestiones más relevantes que se suscitan para completar el estudio del régimen de responsabilidad de los administradores de la sociedad afectada por una opa<sup>24</sup>.

### 2.1. Presupuestos de la responsabilidad

El artículo 236.1 de la LSC establece lo siguiente:

*“Los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa.*

---

*individual de responsabilidad de los administradores «supone una especial aplicación de responsabilidad extracontractual integrada en un marco societario, que cuenta con una regulación propia (art. 135 TRLSA, y en la actualidad art. 241 LSC), que la especializa respecto de la genérica prevista en el art. 1902 CC (SSTS de 6 de abril de 2006, 7 de mayo de 2004, 24 de marzo de 2004, entre otras). Se trata de una responsabilidad por “ilícito orgánico”, entendida como la contraída en el desempeño de sus funciones del cargo» (Sentencias 242/2014, de 23 de mayo, y 737/2014, de 22 de diciembre)”.*

<sup>23</sup> En este sentido, entre otros, ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 6ª edición, *op. cit.*, p. 197; y SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 232.

<sup>24</sup> Para un estudio más exhaustivo de estas acciones, *vid* entre otros LARA, R., “La acción social de responsabilidad: ejercicio por la sociedad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 6ª edición, *op. cit.*, pp. 103 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 6ª edición, *op. cit.*, pp. 189 y ss.; SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis”, *op. cit.*, pp. 365 y ss.; SALDAÑA VILLOLDO, B., *La acción individual de responsabilidad...*, *op. cit.*, *in totum*; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad” en AA.VV., *La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital* (coord. Guerra Martín, G.), *op. cit.*, pp. 153 y ss.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital* (coord. Guerra Martín, G.), *op. cit.*, pp. 197 y ss.; y MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*

*La culpabilidad se presumirá, salvo prueba en contrario, cuando el acto sea contrario a la ley o a los estatutos sociales.”*

Del tenor literal del precepto se infiere la exigencia de la concurrencia de cuatro requisitos: (i) la existencia de un daño, (ii) la existencia de un nexo causal, (iii) la realización de un acto u omisión contrario a la ley o los estatutos o en incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño del cargo de administrador y (iv) la intervención de dolo o culpa. Estos requisitos son exigibles tanto para la acción social de responsabilidad como para la individual<sup>25</sup>. Estudiamos a continuación cómo puede aplicarse esta norma en el supuesto de incumplimiento de los deberes impuestos a los administradores en el marco de una opa.

### **2.1.1. Realización de una conducta ilícita**

#### **(a) Consideraciones generales**

El primer presupuesto que requiere el artículo 236.1 de la LSC para la exigencia de responsabilidad civil a los administradores es la realización de una conducta ilícita<sup>26</sup>. Concretamente, la norma se refiere a “*actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o [...] los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo*”. Desgranémosla.

En primer lugar, el precepto equipara los actos (las acciones, entendemos) y las omisiones<sup>27</sup>. Esta equiparación es coherente con la imposición a los administradores en el ejercicio de sus cargos no solo de prestaciones de hacer, sino también de prohibiciones o prestaciones de no hacer. A modo ilustrativo, el deber de lealtad se concreta, *ex* artículo 228 de la LSC, en obligaciones tanto activas como pasivas. Igualmente, el RD de Opas establece normas de uno y otro tipo como hemos expuesto a lo largo de este trabajo<sup>28</sup>. En consecuencia, el incumplimiento de estas normas se materializará mediante acciones y también mediante omisiones en el caso de obligaciones de hacer.

En segundo lugar, se exige que la actuación sea contraria a la ley o a los estatutos o bien que se realice en incumplimiento de los deberes inherentes al cargo de administrador. La

---

<sup>25</sup> GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, *op. cit.*, pp. 330 y ss.; MUÑOZ PÉREZ, A., “Presupuestos de responsabilidad de los administradores” *op. cit.*, p. 122; y SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis”, *op. cit.*, p. 406.

<sup>26</sup> No es el primer presupuesto que se infiere de la lectura del precepto, pero sí es el primer presupuesto por orden cronológico pues, lógicamente, la causa precederá al resultado.

<sup>27</sup> Anteriormente, la ley solo se refería a actos, pero la doctrina ya venía equiparando actos y omisiones desde hace tiempo. Entre otros, *vid* SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 318.

<sup>28</sup> Hemos defendido la corrección que supone, a nuestro juicio, el empleo del término “*actuación*” en el artículo 28 del RD de Opas frente al concepto de “*acción*” utilizado en el artículo 9 de la Directiva de Opas. *Vid supra* “Delimitación del objeto del deber de pasividad: principio general”.

redacción de la norma parece distinguir dos fuentes de responsabilidad: (i) el incumplimiento de la ley o los estatutos y (ii) el incumplimiento de los deberes inherentes al cargo de administrador. No obstante, entendemos que ambas pueden reconducirse a una sola fuente de responsabilidad, y ello por dos motivos: por un lado, el incumplimiento de los deberes inherentes al cargo siempre supondrá, o siempre debería suponer en aras del principio de legalidad, una vulneración de la ley, en la medida que los deberes inherentes al cargo del administrador están recogidos legalmente; y, por otro lado, cualquier infracción de la ley supondrá un incumplimiento de los deberes inherentes al cargo, puesto que el deber de diligencia se concreta, entre otros, en la obligación de “*cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario*” (artículo 225 de la LSC). En consecuencia, consideramos que existe una única fuente de responsabilidad: la vulneración de la ley, *ergo* la inobservancia, cuando menos, del deber general de diligencia y, cuando más, de un deber específico inherente al cargo de administrador<sup>29</sup>. Creemos que “*la ley*” debe interpretarse aquí en sentido amplio para abarcar las distintas fuentes del Derecho (huelga decir que solo nos referimos a las que sean de aplicación a los administradores por razón de sus cargos<sup>30</sup>), pues carecería de sentido restringir su significado a las normas con efectivo rango de ley. De ser así, el incumplimiento del RD de Opas o de las normas de rango inferior que lo desarrollan podrían quedar al margen de este régimen de responsabilidad<sup>31</sup>. Del mismo modo, el artículo 236.1 de la LSC no debería limitarse, a nuestro juicio, al incumplimiento de los estatutos sociales, sino que debería contemplar la infracción de otras normas de carácter interno como, particularmente, los reglamentos de la junta general y del consejo de administración, que en numerosas ocasiones desarrollan unas previsiones estatutarias redactadas sucintamente por motivos de simplificación de la normativa interna.

Sin perjuicio de lo anterior, veremos más adelante que la mayoría de las posibles actuaciones ilícitas en el contexto de una opa, la mayoría de las infracciones de “*la ley*”, podrán reconducirse a un incumplimiento del deber general de lealtad de los administradores o, como ya hemos mencionado, a un incumplimiento del deber de diligencia. Así las cosas, no puede olvidarse que tanto el deber de lealtad como el deber de diligencia están regulados de forma

---

<sup>29</sup> Alcanza la misma conclusión MUÑOZ PÉREZ, A., “Presupuestos de responsabilidad de los administradores” *op. cit.*, p. 124. SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 311, también considera que “*la enunciación es redundante, ya que el incumplimiento de tales deberes requieren (sic) una conducta contraria a la Ley o los estatutos*”.

<sup>30</sup> MUÑOZ PÉREZ, A., “Presupuestos de responsabilidad de los administradores” *op. cit.*, pp. 132-133, afirma que, en relación con la responsabilidad frente a la sociedad, la conducta ilícita debe integrarse con el objeto social y el interés social como límite y fin a la actividad gestora.

<sup>31</sup> A favor de restringir el precepto a las normas con rango de ley, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 325. En contra, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 236. Presupuestos de la responsabilidad” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, p. 1697, que entiende que a las fuentes indicadas en el artículo 236 de la LSC deben añadirse otras que también generan obligaciones para los administradores como los reglamentos internos, las condiciones particulares del nombramiento, las previsiones concretas de una prestación accesoria con soporte estatutario o los acuerdos válidos de la junta.

incompleta, en el sentido de que la ley proporciona, para el uno, un enunciado general y una enumeración ejemplificativa de actuaciones u omisiones obligatorias y, para el otro, un modelo abstracto de conducta<sup>32</sup>. En otras palabras, la letra de la ley no agota el contenido de estos deberes y, por tanto, la vulneración de “la ley” como fuente de responsabilidad no puede interpretarse en sentido estricto.

Y, en tercer lugar, aunque la norma no lo prevea expresamente, se sobreentiende que la ilicitud de la acción u omisión de los administradores debe ser probada por quien exige la responsabilidad. Con una excepción: en caso de que se alegue el incumplimiento del deber general de diligencia, la carga probatoria se invierte, como analizamos a continuación, a favor del demandante, de manera que corresponderá al demandado probar la ausencia de culpa o, lo que es lo mismo, la observancia de la diligencia debida<sup>33</sup>.

#### (b) Grupos de actuaciones ilícitas

En vista de los deberes y obligaciones impuestos a los administradores de la sociedad afectada por una opa que hemos identificado y analizado en este trabajo, podemos establecer cuatro grupos de actuaciones ilícitas que éstos podrían realizar en el contexto de una opa. Antes de enumerarlas, debemos advertir de que esta clasificación tiene por objeto facilitar el análisis de los restantes presupuestos de responsabilidad, particularmente del daño, y se basa en la estructura de los capítulos anteriores de este trabajo. En ningún caso debe interpretarse como un resumen de las únicas obligaciones impuestas a los administradores en el transcurso de una opa. Los cuatro grupos de actuaciones ilícitas identificados son:

- (i) Durante la fase preparatoria de una posible opa en la que los administradores de la sociedad objetivo estén interviniendo, el entorpecimiento de la potencial operación por motivos chocantes con el interés social. Esta actuación supondría en todo caso una infracción del deber de lealtad y podría entrañar también un incumplimiento de los deberes de diligencia y de buena fe pre-contractual para con terceros como el potencial oferente o los potenciales accionistas vendedores. También podría producirse la conducta inversa (esto es, la promoción de una opa no conveniente desde la óptica del interés social, pero sí interesante para uno o varios administradores desde la perspectiva extrasocial), pero los deberes incumplidos serían esencialmente idénticos.
- (ii) Durante esa misma fase preparatoria, la intervención lesiva en el proceso de formación de la voluntad del potencial oferente en incumplimiento del deber de buena fe pre-contractual (*e.g.*, mediante el suministro de información incorrecta, incompleta o engañosa).

---

<sup>32</sup> *Vid supra* “Deber de lealtad” y “Deber de diligencia”.

<sup>33</sup> *Vid infra* “Intervención de dolo o culpa”.

- (iii) Tras el anuncio previo de una opa, el entorpecimiento de la misma en contra, fundamentalmente, del deber de pasividad de los administradores y de las normas relativas a la preparación y aprobación de actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa. Nuevamente, podría producirse la conducta opuesta, esta vez en contra del deber de lealtad de los administradores.
- (iv) La emisión de un informe sobre la opa en beneficio propio (*i.e.*, en contra del deber de lealtad) o sin observar la diligencia debida. Descartamos la no emisión del informe o la emisión de un informe sin cumplir todos los requisitos de forma, contenido y plazo por su improbabilidad, dada la estrecha labor de supervisión que lleva a cabo la CNMV en estos procesos.

De esta categorización se puede deducir la dificultad de probar la propia existencia de una conducta ilícita, al margen de la prueba del daño y del nexo causal. En efecto, parece relativamente sencillo acreditar la realización de una actuación capaz de impedir el éxito de una opa, pues éstas se prohíben con base, no en la intención del actor, sino en la idoneidad para impedir el éxito de la oferta. También podrá parecer sencillo que el incumplimiento del deber de diligencia quede probado por la presunción *iuris tantum* de culpa y, por tanto, de ausencia de diligencia. Sin embargo, la demostración del incumplimiento del deber de lealtad o del deber de buena fe nos parece sumamente compleja. ¿Cómo probar que una actuación u opinión obedece a motivos personales y no al interés social? Aun siendo la actuación cuestionada manifiestamente perjudicial para el interés social, las motivaciones de cada sujeto son, o pueden llegar a ser, auténticas incógnitas. ¿Cómo acreditar, en un supuesto difuso y no subsumible en ninguna presunción legal, la existencia de un conflicto de interés que efectivamente ha nublado el buen juicio de un administrador? En defensa del administrador podría alegarse que la vulneración del interés social se debe simplemente a un error de juicio o a la ausencia de la diligencia debida, pero no a una actuación desleal.

### 2.1.2. Existencia de un daño

El segundo presupuesto de responsabilidad que establece el artículo 236.1 de la LSC es la existencia de un daño (“*responderán [...] del daño que causen [...]*”). El tratamiento del daño en sede mercantil no presenta ninguna particularidad frente a su tratamiento en sede civil. No procede ni es posible reproducirlo en este trabajo, por lo que nos remitimos a toda la doctrina civilista en la materia<sup>34</sup>. No obstante, sí debemos señalar los siguientes aspectos para delimitar la apreciación del daño en el marco de una opa.

---

<sup>34</sup> Por todos, DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *Derecho de daños*, Madrid: Civitas, 1999; VICENTE DOMINGO, E., “El daño” en AA.VV., *Tratado de Responsabilidad Civil, op. cit.*, pp. 259 y ss.



(a) Concepto y clases de daño

La doctrina ha tratado de elaborar un concepto de daño lo suficientemente abstracto como para cubrir todo tipo de daño —máxime, tanto el daño patrimonial como el extrapatrimonial— y lo suficientemente concreto como para ser de relativamente fácil aplicación en el caso concreto. Exponemos a continuación, sumariamente, dos teorías doctrinales que, a nuestro juicio, son de utilidad para definir el daño en el caso que nos ocupa.

La primera es la teoría de la diferencia, que entiende que el daño se concreta en la diferencia entre la situación patrimonial posterior al hecho presuntamente dañoso y la hipotética situación patrimonial que existiría de no haberse producido éste. Aunque esta teoría se ciñe a los daños patrimoniales, puede resultar válida para determinar, *a priori*, el daño causado por incumplimiento de los deberes de los administradores de la sociedad afectada. Nos parece difícil concebir la causación —ni qué decir de la prueba— de daños morales en estos supuestos. Asumiremos por tanto que, en relación con una opa, los únicos daños susceptibles de causación y resarcimiento al amparo del régimen de responsabilidad civil de los administradores son de carácter patrimonial.

La segunda teoría es la del daño concreto o real, que identifica el daño con el perjuicio concreto experimentado por la víctima. Esta teoría surgió para resolver las deficiencias de la anterior: a saber, su circunscripción al ámbito patrimonial y su no consideración de las particularidades del caso concreto. En esencia, esta teoría critica que se obvie la incidencia de otros factores (la llamada causalidad alternativa hipotética) tanto en la situación patrimonial posterior al hecho dañoso como en la situación patrimonial hipotética que sirve de referencia para apreciar el daño<sup>35</sup>. Veremos a continuación que este problema aflora notablemente en los supuestos que estudiamos y refleja la dificultad de la prueba y de la cuantificación del daño y, con ello, de la exigencia de responsabilidad a los administradores de la sociedad afectada<sup>36</sup>.

Además de una definición general del daño, se han ido estableciendo distintas categorías de daños entre las que nos interesa destacar la distinción entre el daño emergente y el lucro cesante. El artículo 1106 del Código Civil define el primero como “*el valor de la pérdida que haya sufrido [el acreedor]*” y el segundo como “*la ganancia que haya dejado de obtener el acreedor [...]*”. Conviene detenerse brevemente en este último, que doctrina y jurisprudencia se han esforzado por desarrollar para delimitar qué ganancias son subsumibles en el precepto legal. En efecto, ni tiene sentido exigir una certeza absoluta de que la ganancia se habría generado en otras circunstancias, ni puede exigirse responsabilidad por una ganancia

---

<sup>35</sup> DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *Derecho de daños*, *op.cit.*, pp. 309 y ss.; VICENTE DOMINGO, E., “El daño”, *op.cit.*, pp. 254 y ss.

<sup>36</sup> Señala VICENTE DOMINGO, E., “El daño”, *op.cit.*, p. 250, que el daño es una “*constante vital*” de la responsabilidad o, lo que es lo mismo, que sin daño no hay responsabilidad civil.

meramente hipotética e incierta<sup>37</sup>. El criterio adoptado mayoritariamente para solventar este problema es el de la razonable probabilidad, que exige probar que, de no haberse producido el hecho dañoso y asumiendo unas circunstancias normales, habría sido objetivamente probable obtener la ganancia cuyo resarcimiento se reclama<sup>38</sup>.

A la luz de lo anterior, tratamos ahora de identificar los potenciales daños que podrían derivarse de una conducta ilícita de los administradores de la sociedad afectada. A tal efecto, recordamos los grupos de conductas ilícitas establecidos en el apartado anterior: (i) el entorpecimiento de una opa potencial esencialmente mediante la infracción de los deberes generales de diligencia, lealtad y buena fe; (ii) la intervención lesiva en la formación de la voluntad de un potencial oferente; (iii) el entorpecimiento de una opa real fundamentalmente en incumplimiento del deber de pasividad; y (iv) la emisión de un informe sobre la opa en beneficio propio o sin observar la diligencia debida. También recordamos que no es nuestro propósito realizar un listado exhaustivo de posibles supuestos, sino analizar los que consideramos más probables a fin de aplicar la teoría general de daños a la práctica de las opas.

Desde la perspectiva de los destinatarios de la opa<sup>39</sup>, podría alegarse la causación de un daño (lucro cesante) consistente en la plusvalía no generada por el fracaso de la opa —tratamos seguidamente cómo debería calcularse esta plusvalía— o en la pérdida derivada de la aceptación de una opa que resulta ser perjudicial con base en el informe de los administradores. Podrían también reclamarse otros daños, como por ejemplo el daño emergente si, a resultas de una opa frustrada presuntamente por los administradores de la sociedad afectada, el precio de

---

<sup>37</sup> Vid VICENTE DOMINGO, E., *El lucro cesante*, Madrid: Editorial Reus, S.A., 2014, *in totum*; FEMENÍA LÓPEZ, P., *Criterios de delimitación del lucro cesante extracontractual*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 11 y ss.; y GARNICA MARTÍN, J.F., “La prueba del lucro cesante”, *Práctica de Tribunales* 37, 2007 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 1101/2007) el 18 de junio de 2018]. En el plano jurisprudencial, destaca la STS (Sala de lo Civil) de 22 de junio de 1967, muy nutrida desde entonces, conforme a la cual “el lucro cesante o ganancia frustrada ofrece muchas dificultades para su determinación y límites, por participar de todas las vaguedades e incertidumbres propias de los conceptos imaginarios, y para tratar de resolverlas el Derecho científico sostiene que no basta la simple posibilidad de realizar ganancia, sino que ha de existir una cierta probabilidad objetiva, que resulte del decurso normal de las cosas y de las circunstancias especiales del caso concreto, y nuestra jurisprudencia se orienta en un prudente criterio restrictivo de la estimación del lucro cesante, declarando con reiteración que ha de probarse rigurosamente que se dejaron de obtener las ganancias, sin que éstas sean dudosas o contingentes y sólo fundadas en esperanzas, pues no pueden derivarse de supuestos meramente posibles pero de resultados inseguros y desprovistos de certidumbre, por lo que estas pretendidas ganancias han de ser acreditadas y probadas mediante la justificación de la realidad de tal lucro cesante” (el subrayado es nuestro).

<sup>38</sup> MAGRO SERVET, V., “Tratamiento jurisprudencial del lucro cesante en la responsabilidad por daños”, *Práctica de Derecho de Daños* 42, 2006 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 2385/2006) el 19 de julio de 2018] aboga por una interpretación restrictiva del lucro cesante, afirmando que “[d]ebe excluirse la admisión, en el concepto del lucro cesante, de las ganancias que tengan la cualidad de futuribles; es decir, las meras expectativas, pero no consolidadas por presentarse dudosas, al responder a supuestos carentes de realidad y de resultado inseguro, por estar desprovistos de constatada certidumbre”.

<sup>39</sup> Nos referimos exclusivamente a los daños con impacto directo en el patrimonio de los destinatarios de la opa, y no con impacto indirecto o reflejo derivado de un daño al patrimonio de la sociedad afectada.

cotización de sus valores hubiera caído considerablemente. No obstante, su prueba y su cuantificación revestirán distintos niveles de complejidad como veremos a continuación.

Desde la perspectiva de la sociedad afectada, podría alegarse la generación de un daño emergente consistente en los costes incurridos en el intento de los administradores de impedir el éxito de una opa en beneficio propio, pues supondrían una salida patrimonial carente de justificación desde la óptica del interés social. También podría reclamarse el daño causado a la sociedad en el proceso de estudio de la opa, por ejemplo, por compartir información privada o privilegiada con terceras partes o por suscribir acuerdos perjudiciales para el interés social. Descartamos, por su difícil prueba, la alegación de un lucro cesante por fracaso de los planes post-opa y, por tanto, de la perspectiva de creación de valor generada<sup>40</sup>.

Desde la perspectiva del oferente, el principal daño consistiría, en caso de entorpecimiento de una opa ya formulada o de emisión de un informe desfavorable, en los costes incurridos a efectos de estudiar y lanzar la opa. Este daño también podría alegarse en caso de entorpecimiento de una opa potencial, si bien la imputación del abandono de la operación a la actuación de los administradores de la sociedad afectada será más compleja, como expondremos más adelante. Además, en caso de intervención lesiva en el proceso de formación de la voluntad del oferente en torno a la opa, podría reclamarse el daño emergente consistente en el pago de un precio superior al valor real del subyacente, debido, por ejemplo, al suministro de información incompleta, incorrecta o falsa. Descartamos también en sede del oferente la reclamación de un lucro cesante por la ganancia que el éxito de la opa habría supuesto, por su difícil prueba.

Los daños expuestos en este apartado son los que se nos antojan más probables o más susceptibles de reclamación en caso de una opa; ninguno de los casos planteados nos parece altamente hipotético o “de laboratorio”. Aun así, en los apartados siguientes estudiaremos cómo su prueba, unida a la exigencia de los distintos presupuestos de responsabilidad, dificultan notablemente su apreciación y reducen la probabilidad de que sean resarcidos.

#### (b) Prueba y cuantificación del daño

El régimen de responsabilidad civil reclama que el actor pruebe la existencia del daño y, además, su cuantía. En vista de lo ya expuesto, no escapará a nadie la dificultad de esta prueba en el contexto de una opa y, particularmente, cuando se trate de reclamar un lucro cesante<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada...”, *op. cit.*, p. 530, descartan la posibilidad de ejercer la acción social de responsabilidad por incumplimiento de las obligaciones relativas a la elaboración del informe sobre la opa por ausencia de daño a la sociedad (en referencia al régimen anterior al RD de Opas).

<sup>41</sup> GARNICA MARTÍN, J.F., “La prueba del lucro cesante”, *op. cit.*, hace referencia a la dificultad de acreditar el daño, particularmente el daño moral, y respecto del daño patrimonial defiende que “los problemas de prueba de los perjuicios económicos, si son insuperables objetivamente para quien los ha sufrido, tampoco debieran impedir su resarcimiento. Y ello sin necesidad de acudir al concepto de daños morales para dar entrada a su través a

En relación con los daños causados directamente a los destinatarios de la opa, probar la existencia del daño puede parecer relativamente sencillo en caso de fracaso de una opa ya formulada. Recordamos que el daño consistiría en la plusvalía que cada destinatario habría podido obtener mediante la transmisión de sus valores al oferente. En atención a la teoría de la diferencia, esta plusvalía podría calcularse por diferencia entre el precio de la opa y el precio al que se podrían vender los mismos valores en el mercado ahora (en el momento de la reclamación o en el momento de fracaso de la opa, por ejemplo<sup>42</sup>). En síntesis, se trataría de comparar dos situaciones: (i) la actual tras la conducta presuntamente ilícita y (ii) la hipotética en ausencia de tal conducta. Surge aquí el problema de la llamada causalidad alternativa hipotética que la teoría del daño concreto trata de solventar. Respecto a la situación actual, ¿cómo demostrar que el precio actual de los valores no está afectado por factores ajenos al fracaso de la opa que hayan podido rebajarlo? Y, respecto a la situación hipotética, utilizando la terminología del Supremo, ¿cómo probar que el “decurso normal de las cosas” habría supuesto el éxito de la opa? Téngase en cuenta que éste no está garantizado en prácticamente ningún caso (ni aun existiendo compromisos irrevocables de aceptación, pues éstos podrían ser incumplidos sin perjuicio de las penalidades asociadas o de la posible reclamación de responsabilidad), y todavía menos si la opa en vuelo estaba sujeta al cumplimiento de determinadas condiciones que no llegaron a verificarse en el momento de fracaso de la opa (e.g., el alcance de un determinado nivel de aceptación). En tales casos, la razonable probabilidad de generación de la ganancia se reduce o, cuando menos, su prueba se dificulta. La respuesta a ambas preguntas dependerá de las circunstancias de cada caso concreto, naturalmente, pero su prueba revestirá indudable complejidad.

Todo lo anterior puede aplicarse también en el supuesto de no formulación de una potencial opa debido, presuntamente, a la actuación hostil de los administradores de la sociedad opada. Con un agravante: urgiría en tales supuestos demostrar que una conducta distinta por parte de los administradores habría culminado, con razonable probabilidad, en el lanzamiento de una opa a un precio superior al de cotización de los valores y, además, en el éxito de dicha opa. Podría alegarse que, en sentido estricto, en este último caso el daño no es un lucro cesante, sino una pérdida de oportunidad. Ambos conceptos giran en torno a la probabilidad, con la diferencia de que en la pérdida de oportunidades se mide la probabilidad de la posibilidad —valga la redundancia— de haber obtenido la ganancia (i.e., la probabilidad de haber accedido a una situación que permitiría obtener una ganancia futura, como sería la probabilidad de que

---

*razones de equidad. Creemos que es preferible considerarlos en todo caso como perjuicios económicos y aplicar en su enjuiciamiento las reglas sobre la carga de la prueba de la manera más flexible, algo que permite el propio sistema legal, que modera enormemente el alcance de la regla básica de que la carga de la acreditación de los hechos constitutivos pesa sobre la parte actora”.*

<sup>42</sup> GARNICA MARTÍN, J.F., “La prueba del lucro cesante”, *op. cit.*, considera que el lucro cesante debe calcularse por referencia con el momento en el que el daño se produjo, que sería en este caso el momento de fracaso de la opa.

en el futuro se lanzara una opa ventajosa para sus destinatarios) mientras que en el lucro cesante se analiza la probabilidad de la existencia de la ganancia frustrada<sup>43</sup>. Esta solución nos parece acertada, si bien somos conscientes de la dificultad de acreditar, en la práctica, que en otras circunstancias se habría formulado una opa a un precio superior al de cotización.

Igualmente, en el caso de emisión de un informe sobre la opa en beneficio propio, tendría que acreditarse que la emisión de una opinión distinta habría dado lugar a otro resultado de la oferta.

Desde la perspectiva de la sociedad afectada, la prueba del daño emergente será en principio más sencilla. En el ejemplo de incurrimento en costes injustificados por parte de la sociedad afectada, la concurrencia del daño emergente quedará acreditada cuando se demuestre que, en circunstancias normales (esto es, desde la óptica del interés social), se habría incurrido en menos costes. Su cuantía podría calcularse por diferencia, aquí sí, entre uno y otro escenario. Respecto a los daños causados a la sociedad en el proceso de estudio o negociación de la opa (por ejemplo, por haber compartido información privada que haya causado un daño), su prueba y cuantificación dependerá del caso concreto y la casuística es tan amplia que nos impide formular afirmaciones generales válidas.

Por último, respecto a los daños causados al oferente o potencial oferente, creemos que las dificultades derivadas de la teoría de la diferencia pueden traerse a colación aquí también. En esencia, resultará complicado probar que la opa ya lanzada o proyectada habría sido liquidada exitosamente en ausencia de conducta ilícita. De probarse esto, la mera valoración de los costes incurridos en una opa fallida no debería plantear mayores problemas. Hemos descartado, sin embargo, la posible reclamación de un lucro cesante por fracaso de los planes de toma de control debido a su difícil prueba y, evidentemente, a su difícil cuantificación. En caso de intervención lesiva en la formación de la voluntad del oferente, debería probarse que, de no haberse producido la conducta ilícita y en circunstancias normales, el oferente habría actuado de manera distinta (*e.g.*, ofreciendo un precio inferior, solicitando condiciones adicionales o incluso abandonando la potencial operación). La cuantificación del daño

---

<sup>43</sup> FEMENÍA LÓPEZ, P.J., “La indemnización por daños personales ante la falta de ganancias: lucro cesante y pérdida de oportunidades” en AA.VV., *Derecho de daños* (coord. Herrador Guardia, M.J.), Madrid: Sepin, 2011, pp. 443 y ss. Para una distinción entre ambos conceptos, es muy ilustrativo el análisis que elabora GARNICA MARTÍN, J.F., “La prueba del lucro cesante”, *op. cit.*, sobre el resarcimiento de la pérdida de oportunidad. Poniendo como ejemplo, entre otros, al caballo de carreras que debe ser transportado a otra ciudad para asistir a una carrera y no llega a tiempo de poder participar por culpa imputable al transportista, explica que el problema es que “*se ha perdido una oportunidad de ganancia por causa imputable a un tercero*” y que “*resulta muy difícil de determinar en qué consiste [el daño], y por consiguiente de valorar*” En efecto, dice, “[n]o existe ninguna seguridad de que el caballo pudiera ganar la carrera [...] y, por consiguiente, no se puede considerar como ganancia frustrada el premio de la carrera [...]”. La solución que propone, en línea con la experiencia jurisprudencial, consiste en valorar la probabilidad de éxito de la oportunidad frustrada.

dependerá del supuesto concreto, pero también podría calcularse comparando el coste efectivo de la opa con su coste hipotético en otras circunstancias.

(c) Posibles sujetos dañados

Del tenor literal del artículo 236.1 de la LSC parece inferirse que el daño debe ser causado a la sociedad, a los socios o a los acreedores sociales. Quedaría por tanto excluido de este régimen de responsabilidad cualquier tercero ajeno a los sujetos citados. No obstante, al amparo del artículo 241 de la LSC, el daño también puede ser causado a cualquier tercero distinto de la sociedad o sus socios, si bien habrá de ser un daño “directo”<sup>44</sup>. Hemos defendido ya que las acciones social e individual de responsabilidad conforman un único y mismo régimen autónomo de responsabilidad. Como tal, no puede sino entenderse que las previsiones de los artículos 236 y 237 de la LSC resultan aplicables a una y otra acción, sin perjuicio de la desafortunada redacción del primer apartado del 236 y sin perjuicio de los requisitos adicionales que se impongan para cada acción en particular<sup>45</sup>. La diferencia es que la acción social de responsabilidad se entablará cuando exista un daño en el patrimonio social, mientras que se recurrirá a la acción individual cuando el daño se haya producido en el patrimonio —hemos descartado los daños extrapatrimoniales— de un socio o de un tercero, y se haya producido directamente<sup>46</sup>.

### 2.1.3. Existencia de un nexo causal

El artículo 236.1 de la LSC se refiere a los daños que “*causen*” los administradores de la sociedad a través de determinadas acciones u omisiones. Debe existir una relación de causalidad entre el daño y la acción u omisión. Nada nuevo respecto al régimen ordinario de responsabilidad civil.

El debate suscitado en torno al concepto de causalidad es inmenso. La razón es que, generalmente, existe una pluralidad de causas que contribuyen a la generación de un único resultado<sup>47</sup>. Por ello, la doctrina ha tratado de fijar criterios de imputación objetiva y, así, acotar el ámbito de responsabilidad<sup>48</sup>. Sin ánimo de reproducir todas las teorías de la causa, podemos

---

<sup>44</sup> Vid *infra* “Lesión directa de los intereses”.

<sup>45</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., p. 311.

<sup>46</sup> Vid *infra* “Lesión directa de los intereses”.

<sup>47</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, op. cit., pp. 267-268, establece que el precio de cotización de los valores está afectado por múltiples factores y que una eventual bajada del mismo deberá atribuirse, en la mayoría de los casos, “*al riesgo general de la vida*”.

<sup>48</sup> DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *Derecho de daños*, op.cit., pp. 331 y ss.; REGLERO CAMPOS, F., “El nexo causal. Las causas de exoneración de responsabilidad: culpa de la víctima y fuerza mayor. La concurrencia de culpas” en AA.VV., *Tratado de Responsabilidad Civil*, op. cit., pp. 339 y ss; y MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, op. cit., pp. 152 y ss.

destacar las siguientes. Primero, la teoría de la equivalencia de las condiciones afirma que cualquier condición *sine qua non* del daño es causa y que, de haber una pluralidad de condiciones, todas ellas deberán considerarse equivalentes, sin que pueda establecerse ninguna diferencia en su nivel de efectiva causación del daño. Frente a esta teoría, la doctrina ha propuesto diversos criterios encaminados a valorar la relevancia jurídica de cada causa, tales como la previsibilidad del curso causal, la ponderación de los intereses en conflicto, la proximidad entre la causa y el resultado, la adecuación o eficiencia de la causa para producir el resultado o el fin de protección de la norma. Estos criterios persiguen identificar, de entre todas las causas “físicas” de un resultado, la o las causas que efectivamente son susceptibles de generar responsabilidad en el ámbito jurídico<sup>49</sup>.

En línea con lo anterior, en caso de exigencia de responsabilidad a los administradores de la sociedad afectada, procederá probar la relevancia jurídica de la conducta presuntamente ilícita<sup>50</sup>. En caso de retirada de una opa, la existencia de una relación de causalidad entre ésta y una conducta antijurídica de los administradores (presumiblemente, el incumplimiento del deber de pasividad) parece relativamente fácil de probar, pues la conducta antijurídica estaría, o no, integrada en los motivos de desistimiento de la opa aducidos por el oferente y aceptados por la CNMV. El problema es, como ya hemos adelantado, el de las causas alternativas: la incertidumbre acerca del éxito de la opa en ausencia de la conducta ilícita (esto es, la incertidumbre acerca de la situación hipotética que habría existido en circunstancias normales) dificulta notablemente la prueba del nexo causal<sup>51</sup>. Igualmente, en caso de opa no retirada, pero con resultado negativo, la imputación del fracaso de la opa a una conducta antijurídica de administradores (presumiblemente, a la emisión de una opinión desfavorable motivada por intereses extrasociales) sería de muy difícil prueba pues habría que demostrar que el rechazo de los inversores se basó efectivamente en la opinión de los administradores y que, de haber sido ésta diferente, su decisión de inversión habría sido la inversa. Asimismo, en caso de abandono

---

<sup>49</sup> ABEL LLUCH, X., “La prueba de la indemnización de los daños y perjuicios: daño emergente, lucro cesante y daño moral”, *Práctica de Tribunales* 109, 2014 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 4314/2014) el 19 de julio de 2018], distingue entre un juicio de inferencia fáctico, basado en criterios físicos o naturalísticos, y un juicio de inferencia jurídico, que versa sobre la imputación objetiva del daño al actor del hecho dañoso. MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, op. cit., pp. 168-169, afirma que estos criterios de imputación objetiva permiten “delimitar [...] la esfera de responsabilidad del presunto responsable” y, así, “[dotar] de contenido al concepto de antijuridicidad en el sector de la responsabilidad civil extracontractual que puede definirse como el incumplimiento, objetivamente imputable, del deber de no dañar a otro (*neminem laedere*) en ausencia de causa de justificación”. Sobre la imputación objetiva y los criterios mencionados, vid XIOL RÍOS, J.A., “Posición actual del Tribunal Supremo ante los pleitos de daños” en AA.VV., *Derecho de daños*, op. cit., pp. 35 y ss.

<sup>50</sup> Expresamente a favor de “[manejar] una cuidadosa variante de la llamada «teoría de la adecuación de la causa»” en relación con la responsabilidad de los administradores, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 236. Presupuestos de la responsabilidad”, op. cit., p. 1698.

<sup>51</sup> GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, op. cit., pp. 151-152, advierten de que probar el nexo causal es prácticamente imposible cuando la opa no alcanza un nivel de aceptación suficiente.

de una potencial opa presuntamente por la reacción hostil de los administradores de la sociedad afectada, el nexo causal sería fácilmente desmontable ya que una opa puede formularse y liquidarse exitosamente sin la previa bendición o consentimiento de los gestores y en ningún caso va dirigida a ellos. En cambio, probar el nexo causal entre una conducta ilícita de los administradores en la fase de estudio de la opa y un daño al oferente (*e.g.*, el suministro de información incompleta a resultas del cual las condiciones de la opa hayan sido mejores para los destinatarios que las que se habrían establecido de haber tenido la información completa) podría ser más sencillo si el oferente dejara constancia, por ejemplo en los acuerdos sociales relativos al lanzamiento de la opa, de los motivos o presupuestos de tales acuerdos<sup>52</sup>.

Ante la dificultad de prueba de la relación de causalidad y para paliar situaciones “injustas” en las que un daño no quede compensado, siquiera parcialmente, por falta de pruebas, la jurisprudencia ha construido la teoría de la oportunidad perdida, con base en la cual se permite imputar responsabilidad al actor de un hecho dañoso cuando quede demostrado que existía una oportunidad real y seria de evitar el daño causado y que no hay razones para atribuir el daño a otras causas<sup>53</sup>. En esencia, esta teoría rebaja el estándar de prueba normalmente exigido y facilita la prueba del nexo causal al demandante. Esta teoría nos parece criticable por cuanto supone exigir responsabilidad, potencialmente muy elevada, por unos daños cuya imputabilidad no es certera. En cualquier caso, la necesidad de demostrar que no hay razones para atribuir el daño a otras causas anula, a nuestro juicio, la posibilidad de aplicar esta teoría en el caso de una opa. En especial, en relación con el lucro cesante derivado del fracaso de la opa, hemos señalado ya la dificultad de demostrar que, en otras circunstancias, la opa habría sido liquidada exitosamente.

#### **2.1.4. Intervención de dolo o culpa**

El cuarto y último presupuesto de la responsabilidad de los administradores recogido en el artículo 236.1 de la LSC es la intervención de dolo o culpa en la realización de la conducta dañosa. El dolo consiste en la realización deliberada de la conducta ilícita mientras que la culpa se define como su ejecución negligente (esto es, sin la diligencia de un ordenado empresario). Este presupuesto fue introducido mediante la Ley 31/2014 y puso fin al debate doctrinal acerca

---

<sup>52</sup> ESTEBAN VELASCO, G., “La acción social y la acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital* (dir. Bolás Alfonso, J.), *op. cit.*, p. 96, en relación con la responsabilidad de los administradores por intromisión lesiva en el proceso de formación de voluntad de un tercero, establece la necesidad de probar una adecuada relación de causalidad entre la conducta ilícita y la decisión del tercero de llevar a cabo la operación.

<sup>53</sup> Vid GASCÓN ABELLÁN, M., “Prueba de la causalidad en pleitos de daños y «pérdida de oportunidad»” en AA.VV., *Derecho de daños*, *op. cit.*, pp. 210 y ss.



de la necesidad o no de concurrencia de un criterio de imputación subjetiva en el marco de la responsabilidad autónoma de los administradores<sup>54</sup>.

El artículo 236.1 de la LSC establece una presunción *iuris tantum* de culpabilidad en caso de que el acto sea contrario a la ley o a los estatutos. Esta presunción se explica, a nuestro juicio, por el propio contenido del deber de diligencia, que obliga a los administradores a “*cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario*”. En consecuencia, corresponde a los administradores demostrar que actuaron conforme a los parámetros de diligencia del ordenado empresario y, por tanto, la ausencia de imputación subjetiva<sup>55</sup>.

Este presupuesto debe conectarse con el principio de discrecionalidad empresarial, que protege las decisiones estratégicas y de negocio adoptadas por los administradores siempre que hayan actuado “*de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado*” (artículo 226 de la LSC). Hemos expuesto ya que, en nuestra opinión, la aplicación de este principio en el contexto de una opa es escasamente probable debido a la presunción de conflicto posicional de todos los administradores. El tenor literal del precepto indica que se precisa no solo la primacía del interés social en la toma de la decisión, sino la total inexistencia de otros intereses propios<sup>56</sup>. Ahora bien, en línea con la defendida necesidad de apreciar la existencia de conflictos de interés caso por caso y a la luz de las especiales circunstancias que rodeen a cada administrador, a cada opa en vuelo y, en su caso, a cada accionista representado en el consejo, entendemos que el principio de discrecionalidad empresarial no habría de descartarse de pleno por el mero hecho

---

<sup>54</sup> Al respecto, *vid* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, *op. cit.*, pp. 339 y ss. En contra de la responsabilidad objetiva, entre otros, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 327-328; ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción”, *op. cit.*, pp. 48-50; y QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 236. Presupuestos de la responsabilidad”, *op. cit.*, p. 1692. Este debate surge como parte de una tendencia general iniciada en los años noventa hacia la objetivación de la responsabilidad, que se revertiría más adelante en los distintos ámbitos de la responsabilidad. *Vid* XIOL RÍOS, J.A., “Posición actual del Tribunal Supremo ante los pleitos de daños”, *op. cit.*, pp. 25 y ss.

<sup>55</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, pp. 183-188, advierte de la necesidad de distinguir entre la infracción del deber de cuidado como criterio de constatación de la antijuridicidad objetiva de la conducta, de un lado, y la culpa o negligencia como criterio de imputación subjetiva, de otro lado.

<sup>56</sup> En este sentido, aunque referido a cualquier supuesto de hecho, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *op. cit.*, pp. 34 y ss. MEGÍAS LÓPEZ, J., “Una aproximación al deber de independencia en el consejo de administración”, *op. cit.*, pp. 598 y ss., afirma que el deber de lealtad incide sobre la discrecionalidad de la diligencia exigible. Además, defiende que la noción de “*interés personal*” del artículo 226 de la LSC debe interpretarse extensivamente para incluir también los intereses ajenos e imputables al consejero, todo ello con base en el deber de independencia impuesto en el marco del deber de lealtad y en la referencia a personas vinculadas efectuada en el apartado segundo del precepto analizado.

de estar ante una opa<sup>57</sup>. La difícil aplicación que argüimos se basa, por el contrario, en las probabilidades que estimamos de que esta teoría se aplique en la práctica.

El principio de discrecionalidad empresarial solamente resultaría de aplicación en el caso de decisiones estratégicas y de negocio, tal y como establece el artículo 226 de la LSC<sup>58</sup>. Entre ellas podrían incluirse, por ejemplo, la propuesta de actuaciones con sentido propio, pero capaces de impedir el éxito de una opa en vuelo, o la adopción de acuerdos con un potencial oferente relativos al negocio de la sociedad afectada en caso de éxito de la opa. Por el contrario, no se incardinarían en ellas actuaciones como la emisión de una opinión sobre la opa en beneficio propio, el entorpecimiento de una opa por motivos extrasociales o la intervención lesiva en la formación de la voluntad del oferente.

## 2.2. No exoneración por acuerdo o acto de la junta general

El apartado segundo del artículo 236 de la LSC establece que “[e]n ningún caso exonerará de responsabilidad la circunstancia de que el acto o acuerdo lesivo haya sido adoptado, autorizado o ratificado por la junta general”. Esta previsión supone que los administradores responderán de todo daño causado a la sociedad, sus socios u otros terceros por los actos ilícitos realizados en el ejercicio de sus cargos culposa o dolosamente aun cuando tales actos sean aceptados o, incluso, ordenados por los socios<sup>59</sup>. La consecuencia es que pueden desoír o desobedecer instrucciones de la junta general cuando estimen que su ejecución podría resultar dañosa para aquél<sup>60</sup>. Solo así puede evitarse la incongruencia de exigir responsabilidad por actuaciones realizadas en cumplimiento de un deber.

---

<sup>57</sup> En contraste, la jurisprudencia estadounidense sí aplica la regla de la discrecionalidad empresarial en materia de opas, si bien invierte la carga de la prueba.

<sup>58</sup> SERRANO CAÑAS, J.M., “La incorporación de la *Business Judgement Rule* al Derecho español...”, *op. cit.*, define este tipo de decisiones como “*las decisiones de carácter técnico-empresarial y las que afecten a la organización y al negocio de la compañía*”. HERNANDO CEBRIÁ, L., “The Spanish and the European Codification of the Business Judgement Rule”, *European Company and Financial Law Review* 15-1, 2018, pp. 56-57, explica que el alcance de estas decisiones debe interpretarse en sentido comprensivo de todo el alcance de la discreción empresarial concedida a los administradores. Sin embargo, defiende que esta regla no puede extrapolarse a la discreción concedida en otras áreas como la organización o el control de la sociedad.

<sup>59</sup> Sobre la aplicabilidad de esta disposición a la acción individual de responsabilidad, MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 222.

<sup>60</sup> En la misma línea, ARMENDARIZ ROMÁN, J., “Las instrucciones de la junta y la responsabilidad de los administradores a la luz de la reciente reforma en materia de gobierno corporativo” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades*, *op. cit.*, pp. 85 y ss., se refiere a un deber de abstención en la ejecución de la instrucción o, incluso, de impugnación del acuerdo social o de convocatoria de una nueva junta con el objeto de someter el acuerdo a revisión. ESTEBAN VELASCO, G., “La acción social y la acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital”, *op. cit.*, p. 70, se refiere al deber de inexecución de los administradores frente a los acuerdos de junta general que los expongan al peligro de responsabilidad. PÉREZ MORIONES, A., “La extensión de la facultad de la junta general de

La *ratio* de esta norma es que los administradores deben velar por el interés de la sociedad en todo momento. Además, nos hemos referido ya al habitual funcionamiento de las juntas generales de las sociedades cotizadas, que consiste esencialmente en la aprobación íntegra de las propuestas de acuerdo elevadas por el órgano de administración sin auténtica deliberación o intervención por parte de los accionistas<sup>61</sup>. Así las cosas, parece razonable que la mera aprobación por la junta general de una actuación preparada, negociada y propuesta por el órgano de administración, y acordada exclusivamente sobre la base de la información proporcionada por éste, no exima de responsabilidad a los promotores y ejecutores, aun cuando no hayan sido los decisores formales<sup>62</sup>. Cuestión distinta es que en estos casos se dé el presupuesto de actuación ilícita de los administradores o, dándose, pueda probarse. Supongamos que la ejecución por los administradores de la sociedad afectada de una actuación capaz de impedir el éxito de una opa aprobada por la junta general causa un daño para el patrimonio de la sociedad o de otros sujetos afectados por la opa. Si la elevación de la propuesta a la junta general cumple con todos los requisitos formales, urgiría probar su motivación por intereses extrasociales o su negligente estudio (pudiendo en este último caso entrar en juego el principio de discrecionalidad empresarial<sup>63</sup>). Esta tarea, como hemos expuesto ya, no está exenta de complejidades<sup>64</sup>.

## 2.3. Alcance subjetivo de la responsabilidad

### 2.3.1. Administradores, administradores de hecho y altos directivos

La responsabilidad civil recogida en los artículos 236 y siguientes de la LSC es exclusivamente aplicable a los administradores de sociedades de capital, con las excepciones que señalamos a continuación. En consecuencia, este régimen será aplicable a los administradores de la sociedad afectada y a los administradores de otras sociedades del grupo de la afectada. Quedarán excluidos otros sujetos sobre los que también recaen determinados deberes legales en el contexto de una opa, tales como los apoderados del órgano de administración de la sociedad

---

intervenir en asuntos de gestión...”, *op. cit.*, p. 123, aboga por un derecho de no ejecución de acuerdos contrarios a la ley, los estatutos o el interés social.

<sup>61</sup> *Vid supra* “Particularidades relativas a las sociedades cotizadas”.

<sup>62</sup> QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 236. Presupuestos de la responsabilidad”, *op. cit.*, pp. 1699-1700, afirma que esta previsión legal está pensada precisamente para los casos en que los administradores recurran indebidamente a la junta general para eludir su responsabilidad en asuntos propios de su competencia. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, *op. cit.*, p. 197, defiende que la responsabilidad de los administradores de la sociedad afectada por una opa frente a los accionistas por infracción del deber de pasividad está condicionada a la no obtención de la autorización o ratificación del acuerdo en cuestión por la junta general.

<sup>63</sup> En este sentido, ARMENDARIZ ROMÁN, J., “Las instrucciones de la junta y la responsabilidad de los administradores...”, *op. cit.*, p. 86.

<sup>64</sup> *Vid supra* “Realización de una conducta ilícita”.

afectada o los terceros que actúen concertadamente, que también son destinatarios del deber de pasividad<sup>65</sup>. Lo anterior no quiere decir que estos sujetos estén exentos de todo tipo de responsabilidad. La diferencia es que deberá recurrirse al régimen civil general de responsabilidad contractual o extracontractual, según sea el caso.

En relación con los administradores, la norma es aplicable, lógicamente, tanto a los administradores actuales como a los administradores ya cesados por las infracciones cometidas durante sus mandatos, siempre y cuando no haya vencido el plazo de prescripción de la acción que se entable. También serán responsables por el incumplimiento de las obligaciones que perduran tras el cese en el ejercicio del cargo, como por ejemplo el deber de secreto recogido en el artículo 228.b) de la LSC<sup>66</sup>.

Por otra parte, el apartado segundo del artículo 236 de la LSC reconoce expresamente la extensión de la responsabilidad a los administradores de hecho, definiendo como tales a (i) quienes en la realidad del tráfico desempeñen las funciones propias del administrador sin título, con título nulo o extinguido o con otro título y (ii) aquellos bajo cuyas instrucciones actúen los administradores de la sociedad. La doctrina designa a unos y otros, respectivamente, como administradores de hecho “notorios”, que actúan bajo la apariencia de un título, y administradores de hecho “ocultos”, que ejercen su influencia sobre los administradores de derecho y, en la práctica, detraen sus competencias efectivas<sup>67</sup>. En ambos casos, corresponderá al demandante probar la condición del demandado como administrador de hecho de la sociedad en cuestión.

En virtud de este precepto, podría extenderse la responsabilidad, por un lado, a directores generales o miembros del comité de dirección de la sociedad afectada que, sin formar parte de su órgano de administración, ejercieran *de facto* las funciones propias de un administrador. Esta extensión subjetiva está prevista para exigir responsabilidades por el desempeño del cargo o supuesto cargo de administrador en su vertiente externa<sup>68</sup>. No obstante, la existencia de un auténtico administrador de hecho “notorio” en sociedades cuya administración está confiada a un órgano colegiado es dudosa, pues aquél podría ejercitar las facultades delegables, pero en ningún caso las indelegables, lo cual dificultaría la creación de una auténtica apariencia jurídica. Todavía más difícil nos parece la creación de una apariencia

---

<sup>65</sup> Vid *supra* “Alcance subjetivo del deber de pasividad”.

<sup>66</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 323; ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción”, *op. cit.*, p. 45.

<sup>67</sup> GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, *op. cit.*, pp. 314 y ss.; MARTÍNEZ SANZ, F., BARTLE, M., “Los administradores responsables”, *op. cit.*, pp. 70 y ss.

<sup>68</sup> MARTÍNEZ SANZ, F., “Ámbito subjetivo de la responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 3ª edición, *op. cit.*, p. 61; RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “La responsabilidad del administrador de hecho: algunos supuestos controvertidos”, *op. cit.*, p. 136, apoya esta idea en la referencia legal a la “realidad del tráfico”.

jurídica falsa en el contexto de una opa, considerando (i) la publicidad de los miembros de sus órganos sociales (cuando menos, en la página web corporativa), (ii) que en las actuaciones o negociaciones relativas a asuntos de esta envergadura suelen intervenir asesores legales, de quienes cabe presumir la capacidad de distinguir los sujetos competentes para realizar según qué actuaciones y (iii) que en los contratos relevantes es habitual realizar manifestaciones acerca de la capacidad de los representantes (al margen, naturalmente, de hacer constar el título en virtud del que operan)<sup>69</sup>.

Por otro lado, podría extenderse la responsabilidad a quienes instruyan a los administradores en la sombra. Este precepto está pensado, fundamentalmente, para los socios que instruyen a los administradores en el ejercicio de sus cargos. Parece que podría exigirse responsabilidad a los accionistas con acceso al consejo de administración que hubieran formulado instrucciones a sus representantes, siempre que, naturalmente, estas instrucciones hubieran sido atendidas (en incumplimiento del deber de independencia) y se dieran los restantes presupuestos de responsabilidad. En el mismo sentido, podría exigirse responsabilidad, en sede de sociedades participadas, a los administradores de la sociedad matriz, siempre que se probara su condición de administradores de hecho de aquéllas. No obstante, a nuestro juicio, la calificación como administrador de hecho, en la modalidad de administrador “oculto”, también debería exigir cierta continuidad o habitualidad, sin que sea suficiente la mera formulación de instrucciones en relación con un asunto en concreto como pudiera ser la opa real o proyectada<sup>70</sup>.

Además, el artículo 236.3 de la LSC equipara el representante persona física del administrador persona jurídica a cualquier otro administrador, estableciendo que ambos responderán solidariamente y poniendo punto final a la pugna doctrinal entre quienes abogaban por exigir responsabilidad al representante, en virtud del principio de responsabilidad personal, y quienes defendían la responsabilidad del representado por todos los actos realizados en su nombre y por su cuenta. Cuestión distinta es que representado y representante puedan,

---

<sup>69</sup> MARTÍNEZ SANZ, F., BARTLE, M., “Los administradores responsables”, *op. cit.*, pp. 73 y ss., exponen los criterios que habitualmente exige la jurisprudencia para calificar a un sujeto como administrador de hecho; éstos son esencialmente la autonomía, la habitualidad y el carácter decisorio de la intervención, si bien también se consideran indiciarias las relaciones de parentesco con los administradores de derecho, la titularidad de una participación de control o el uso del título de administrador.

<sup>70</sup> En este sentido, GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, *op. cit.*, p. 315, cita la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 12 de 6 de octubre de 2014, que admite “la posibilidad de que las funciones de gestión y administración se lleven a cabo de manera indirecta a través del ejercicio de una influencia decisiva y constante sobre los administradores de derecho, lo que permitiría incluir en el contorno a la figura del llamado administrador oculto” (el subrayado es nuestro); igualmente, RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “La responsabilidad del administrador de hecho: algunos supuestos controvertidos”, *op. cit.*, pp. 140-141.

posteriormente, repetir el uno contra el otro al amparo del régimen general de responsabilidad civil<sup>71</sup>.

Por último, el artículo 236.4 de la LSC extiende el régimen de deberes y responsabilidad de los administradores a las personas que tengan atribuidas las más altas facultades de dirección siempre que no exista una delegación permanente de facultades del consejo en un órgano delegado. Sin entrar a valorar este precepto, únicamente señalamos que la creación de un órgano delegado es muy frecuente en el ámbito de las sociedades cotizadas y, por tanto, de las sociedades potencialmente afectadas por una opa, lo que reduce sustancialmente la virtualidad de la norma en el caso objeto de estudio.

### 2.3.2. Presunción de solidaridad

El artículo 237 de la LSC establece una presunción *iuris tantum* de responsabilidad solidaria de todos los miembros del órgano de administración que hubiera adoptado el acuerdo o realizado el acto lesivo<sup>72</sup>. En concreto, responderán solidariamente todos ellos, excepto “*los que prueben que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente a aquél*”. Analizamos a continuación los requisitos que deben concurrir para que un administrador quede exento de responsabilidad.

En primer lugar, el administrador en cuestión deberá probar que no intervino en la adopción y ejecución del acuerdo o acto lesivo, se sobrentiende. La conjunción copulativa debería haber sido disyuntiva (“o” por “y”), pues el administrador debería probar que ni adoptó el acuerdo ni posteriormente lo ejecutó, ni tampoco ejecutó ningún acto lesivo en contra o al margen de un acuerdo social lícito. Es decir, un administrador no podría alegar que su intervención se redujo a ejecutar un acuerdo adoptado por los restantes miembros del órgano de administración, ni tampoco que intervino únicamente en la decisión, pero que fue un tercero quien lo llevó a efecto.

---

<sup>71</sup> Al respecto, *vid* BRENES CORTÉS, J., “La responsabilidad del representante persona física del administrador persona jurídica” en AA.VV., *Estudios sobre la responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital...*, *op. cit.*, pp. 90 y ss.

<sup>72</sup> Respecto al origen de esta previsión, ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción”, *op. cit.*, p. 51, argumenta que la responsabilidad solidaria trae causa de la presunción de culpa. En cambio, QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 237. Carácter solidario de la responsabilidad” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, p. 1700, entiende que se trata de un trasunto del funcionamiento colegiado del órgano de administración. En el mismo sentido, MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 203, defiende que es la forma de administración por una pluralidad de personas la que genera recíprocos deberes de vigilancia y de evitación de daños y que la regla de solidaridad colige de esta organización plural.

La imposición de este requisito da lugar a confusión, pues no queda claro si la no intervención en la adopción o ejecución del acuerdo o acto se exige únicamente en caso de desconocimiento del mismo o también en caso de conocimiento y oposición. De la dicción literal se infiere indudablemente la segunda opción. Sin embargo, imaginemos a un administrador que haya votado en contra de la adopción de un acuerdo lesivo. Estrictamente, ha participado en su intervención, luego no puede exigírsele demostrar lo contrario. En sentido inverso, un administrador que se haya abstenido de votar no ha intervenido en la adopción del acuerdo y, sin embargo, no lo desconoce ni, conociéndolo, se ha opuesto expresamente a él. A nuestro juicio, la no intervención es exigible en todo caso para romper la presunción de solidaridad, pues lo contrario vulneraría el principio de responsabilidad personal<sup>73</sup>. Además, como solución al problema expuesto, sugerimos interpretar la intervención en la adopción o ejecución del acuerdo como una intervención que haya favorecido su adopción o ejecución<sup>74</sup>.

Y, en segundo lugar, el administrador deberá acreditar que (a) desconocía la existencia del acuerdo o acto lesivo o (b) conocía su existencia, pero hizo todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opuso expresamente a aquél. Estos supuestos son alternativos entre sí y, como hemos explicado, cumulativos con el requisito de no intervención en la adopción o ejecución del acuerdo.

Respecto a la alternativa de desconocimiento del acuerdo o acto lesivo, su concurrencia nos parece poco probable en el contexto de una opa, considerando la condición de cotizada de toda sociedad afectada por una opa. En sede de cotizadas, se impone al presidente del consejo de administración, con la colaboración del secretario, la tarea de velar por que los consejeros cuenten previamente y con suficiente antelación con la información necesaria para la deliberación y adopción de acuerdos sobre los asuntos a tratar (artículos 529 *quinquies* y 529 *sexies* de la LSC). Esta norma se traduce, como *minimum minimorum*, en la obligación de indicar el orden del día en el documento de la convocatoria. Podría objetarse que esta obligación no es aplicable cuando el consejo haya sido convocado o constituido por razones de urgencia, como puede ser el caso de una opa. No obstante, en caso de convocatoria urgente, creemos que en el documento de convocatoria sí debería indicarse el orden del día con razonable claridad y precisión. En caso de constitución urgente del consejo sin previa convocatoria, no se plantea el

---

<sup>73</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, op. cit., p. 202.

<sup>74</sup> GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, op. cit., p. 351, también considera que la no participación es exigible en todo caso. SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., p. 344, afirma que el presupuesto de no intervención en la aprobación o ejecución del acuerdo implica que el consejero “o bien no ha asistido a la reunión, o que habiéndolo hecho, ha votado en contra” y defiende que podría abarcar también el supuesto de abstención cuando la oposición se hubiera manifestado de otra forma y siempre que el voto en otro sentido o hubiera podido alterar el resultado de la votación. ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción”, op. cit., p. 52, habla de “no-intervención positiva, esto es, ausencia de la reunión o voto en contra”.

problema pues se precisa la concurrencia de todos sus miembros. Por otra parte, en caso de inclusión de nuevos puntos del orden del día en un consejo ya convocado, el deber de diligencia llamaría al consejero ausente a informarse *a posteriori* de los acuerdos adoptados en la sesión de la que se ausentó. De ser así, pasaría automáticamente al supuesto (b)<sup>75</sup>, debiendo entonces oponerse expresamente al acuerdo, aunque fuera con posterioridad a su adopción, o tratar de someterlo de nuevo a la consideración del consejo si su voto hubiera podido ser determinante<sup>76</sup>. Y de no ser así (esto es, de no informarse el consejero ausente de lo sucedido en su ausencia), entendemos que incurriría en un incumplimiento del deber de diligencia capaz también de generar responsabilidad<sup>77</sup>. Todo ello al margen de la valoración de las causas de la ausencia a la correspondiente reunión del consejo y, por ende, del incumplimiento potencialmente culpable de su deber de asistencia a la misma.

La alternativa de conocimiento y oposición al acuerdo parece más plausible. En este caso, el administrador tendrá que demostrar que hizo todo lo conveniente para evitar el daño o que, al menos, se opuso expresamente al acuerdo o acto (el pronombre “*aquél*” empleado en el artículo 237 de la LSC sustituye a los términos “*acuerdo*” o “*acto*”, y no al “*daño*”). Esta norma liga con la recomendación 23 del Código de Buen Gobierno, que invita a los consejeros de sociedades cotizadas a expresar claramente su oposición cuando consideren que alguna propuesta de decisión sometida al consejo de administración puede ser contraria al interés social y a sacar las conclusiones que procedan cuando el consejo de administración adopte decisiones significativas o reiteradas sobre las que hayan formulado serias reservas. De la oposición expresa convendría dejar constancia en el acta de la reunión pertinente o, en caso de ausencia

---

<sup>75</sup> De la redacción del artículo 237 de la LSC y, específicamente, del uso de los tiempos verbales, se infiere que el conocimiento o desconocimiento del acuerdo no debe concurrir en el momento de adopción o ejecución del acuerdo, sino que puede concurrir en cualquier momento desde entonces hasta el momento de apreciar su concurrencia. Una interpretación contraria exigiría que la norma dijera que “(des)conociendo el acuerdo lesivo, no intervino en su adopción o ejecución”. En este sentido, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, op. cit., pp. 343-344.

<sup>76</sup> Podemos establecer cierta analogía entre esta teoría y el artículo 529 *ter* de la LSC, que establece que, “[c]uando concurren circunstancias de urgencia, debidamente justificadas, se podrán adoptar las decisiones correspondientes a [las facultades indelegables del consejo de administración de la sociedad cotizada] por los órganos o personas delegadas, que deberán ser ratificadas en el primer Consejo de Administración que se celebre tras la adopción de la decisión”.

<sup>77</sup> GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, op. cit., pp. 349-350, exige que el desconocimiento sea inimputable al administrador. Igualmente, ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción”, op. cit., p. 52, afirma que el desconocimiento debe ser compatible con la diligencia. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 237. Carácter solidario de la responsabilidad”, op. cit., p. 1705, se pronuncia en el mismo sentido. MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, op. cit., p. 211, se refiere a un deber de vigilancia y supervisión de lo hecho por los coadministradores, si bien reconoce la posibilidad de dejar un margen de confianza. En nuestra opinión, la relevancia económica y jurídica de una opa refuerza los deberes de vigilancia y supervisión y reduce al mínimo ese margen de confianza que puede o debe dejarse.



y posterior conocimiento del acuerdo, de la primera reunión a la que asistiera el consejero opositor<sup>78</sup>.

En otro orden de ideas, se plantea el alcance de la presunción de solidaridad en caso de adopción o ejecución del acuerdo al amparo de una delegación de facultades permanente (*e.g.*, en un consejero delegado), temporal (*e.g.*, en una comisión *ad hoc* constituida para supervisar el desarrollo de una opa<sup>79</sup>) o puntual (*e.g.*, en un consejero para la decisión de una materia delegable o en un sujeto, consejero o no, para la mera ejecución de un acuerdo social). El artículo 237 de la LSC se refiere a los miembros “*del órgano de administración que hubiera adoptado el acuerdo*”. Se presentan distintas opciones: (i) interpretar literalmente el precepto, de forma que la presunción de solidaridad solo se predique respecto de acuerdos adoptados por el órgano de administración en pleno; (ii) interpretar que, cuando se hayan delegado facultades, el concepto de “*órgano de administración*” debe sustituirse por el órgano o sujeto que haya adoptado el acuerdo, de manera que la presunción de solidaridad se extienda tan solo al apoderado singular o a todos los miembros del órgano delegado; o (iii) interpretar que al concepto de “*que hubiera adoptado el acuerdo*” debe añadirse la coletilla “personalmente o por representación”, de manera que la presunción de solidaridad opere siempre respecto de todos los administradores con independencia de la existencia de una delegación de facultades. A nuestro modo de ver, la existencia de una delegación de facultades no exime de responsabilidad al delegante. Al contrario, el órgano de administración asume, en primera instancia, un deber de elección de los sujetos en quien delega sus facultades y, tras la efectiva delegación, un deber de vigilancia para asegurarse del correcto desempeño de las facultades delegadas y, en ausencia de éste, un deber de intervención que evite la causación de daños<sup>80</sup>. Como parte del referido deber de vigilancia, surge un deber de recabar información que reduce las posibilidades de que los administradores demuestren que desconocían el acuerdo lesivo por causa inimputable a ellos<sup>81</sup>. En este sentido, el Código de Buen Gobierno recomienda que,

---

<sup>78</sup> QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 237. Carácter solidario de la responsabilidad”, *op. cit.*, p. 1707, también entiende que debe dejarse constancia de la oposición expresa en el acta, si bien solo contempla la posibilidad de oponerse en la propia reunión del consejo en que se debata el acuerdo en cuestión.

<sup>79</sup> *Vid supra* “Deber de abstención: creación de una comisión *ad hoc* como solución”.

<sup>80</sup> Hemos señalado ya que la doctrina encuadra el deber de vigilar en el deber de diligencia de los administradores. *Vid* SERRANO CAÑAS, J.M., “La incorporación de la *Business Judgement Rule* al Derecho español...”, *op. cit.*; HERNANDO CEBRIÁ, L., “El deber de diligencia: artículo 225”, *op. cit.*, pp. 73-74; RIBAS FERRER, V., “Artículo 225. Deber de diligente administración”, *op. cit.*, pp. 1617 y ss.; LLEBOT MAJO, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, *op. cit.*, pp. 49 y ss.; y PARRA LUCÁN, M.A., “Responsabilidad civil de administradores de sociedades”, *op. cit.*, p. 1547. También hemos establecido que, en ejercicio de su deber de vigilancia, el órgano de administración debe impartir instrucciones respecto de las actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa cuya decisión o ejecución haya sido delegada. *Vid supra* “Los órganos delegados o apoderados”.

<sup>81</sup> De forma similar, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 351 y ss., habla de la culpa *in vigilando* de los administradores no delegados y también de la potencial culpa *in eligendo*, sin perjuicio de la inexistencia de nexo causal entre la conducta de estos administradores y el daño causado. QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 237. Carácter solidario de la responsabilidad”, *op. cit.*, p. 1702,

cuando exista una comisión ejecutiva, el consejo de administración tenga siempre conocimiento de los asuntos tratados y de las decisiones adoptadas por la comisión ejecutiva y que todos los miembros del consejo de administración reciban copia de las actas de las sesiones de la comisión ejecutiva (recomendación 38). Del mismo modo, entendemos que otros órganos delegados permanentes o temporales, como los consejeros delegados o las comisiones *ad hoc*, también han de rendir cuentas de su quehacer frente al consejo de administración y, en todo caso, éste debe asegurarse de que así suceda<sup>82</sup>. En virtud de lo anterior, consideramos que la interpretación más correcta del artículo 237 de la LSC es la tercera alternativa planteada, sin perjuicio del tenor literal del precepto y sin perjuicio de la posibilidad de cada administrador de probar, individualmente, su desconocimiento o su conocimiento y oposición a la adopción o ejecución del acuerdo lesivo en cuestión<sup>83</sup>.

## 2.4. Ejercicio de la acción social de responsabilidad

La acción social de responsabilidad es la vía para reclamar un daño causado a la propia sociedad, con independencia de quién la ejerce. Será por tanto el mecanismo para reclamar a los administradores cualquier perjuicio causado al patrimonio social por incumplimiento de sus deberes en el contexto de la opa. Conforme a los daños más habituales que hemos descrito en el apartado anterior, la acción social se emplearía, por ejemplo, para reclamar la indemnización de cualquier coste incurrido por cuenta de la sociedad sin justificación desde la perspectiva del interés social. Hemos excluido otros daños como el lucro cesante por fracaso de los planes (y la correspondiente generación de valor) post-opa exitosa por su difícil prueba<sup>84</sup>. Analizamos a continuación los principales requisitos para su ejercicio.

### 2.4.1. Legitimación activa

La acción social de responsabilidad contra los administradores de la sociedad afectada puede ser entablada, en primer lugar, por la propia sociedad, previo acuerdo de la junta general en los términos descritos más adelante.

---

defiende que la responsabilidad se extenderá a los administradores no miembros del órgano delegado cuando haya “*omisión o defecto culpable de vigilancia, o de instrucción, o de elección*” por parte de éstos.

<sup>82</sup> Nos hemos referido a la rendición de cuentas de las comisiones *ad hoc* constituidas durante el estudio y negociación de una opa en “Funciones y funcionamiento de la comisión *ad hoc*” *supra*. MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 209, entiende que la creación de una comisión con funciones preparatorias de decisiones que finalmente van a ser adoptadas por el consejo de administración (como sucede en numerosas ocasiones con las comisiones *ad hoc* constituidas para hacer seguimiento de una opa) no altera los deberes de miembros del consejo, más allá de la modulación de la diligencia debida por éstos al haber confiado en el correcto desempeño de las funciones de la comisión.

<sup>83</sup> Comparte esta tesis MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 220.

<sup>84</sup> *Vid supra* “Existencia de un daño”.

En segundo lugar, la acción social de responsabilidad puede ser iniciada por el accionista o los accionistas que individual o conjuntamente sean titulares del tres por ciento del capital de la sociedad, siempre que (i) los administradores no convoquen una junta general al efecto, (ii) la sociedad no entable la acción social en el plazo de un mes tras la adopción del preceptivo acuerdo de la junta general o (iii) el acuerdo de la junta general sea contrario a la exigencia de responsabilidad. Respecto al primer presupuesto, entendemos que regirá el plazo de dos meses para la celebración de la junta desde el requerimiento notarial al órgano de administrador previsto en el artículo 168 de la LSC<sup>85</sup>. Algunos autores insertan en este supuesto la no atención por el órgano de administración de la sociedad afectada de la solicitud de complemento de convocatoria o de inclusión de una propuesta fundamentada de acuerdo en el orden del día. Esta postura nos parece sensata por identidad de fundamento con la recogida legalmente, si bien el hecho de que no esté expresamente reconocida en la ley aconsejaría, por prudencia, que el accionista interesado esperara a la celebración de la junta general y solicitara en ese momento la promoción de la acción social de responsabilidad. En cuanto al segundo presupuesto, únicamente resaltamos que, en este caso, se trataría de una mera ejecución por la minoría de la voluntad social formada por mayoría. Por último, en relación con el tercer presupuesto, creemos que por acuerdo “*contrario a la exigencia de responsabilidad*” debe entenderse, además de cualquier acuerdo expreso en contra del ejercicio de la acción, (a) la mera negación a la deliberación y votación del acuerdo en cuestión pues, en la práctica, tal negación procedería de quien ordena el funcionamiento de la junta general, que habitualmente es el presidente del consejo de administración<sup>86</sup>; (b) la votación con resultado de empate, ya que el empate equivale

---

<sup>85</sup> JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación de la minoría y de los acreedores para el ejercicio de la acción social” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 6ª edición, *op. cit.*, pp. 150 y ss., afirma que los accionistas habrán de cumplir con todos los requisitos legales para la solicitud de convocatoria de la junta general y que podrán entablar la acción social cuando quede demostrado que el órgano de administración no puede cumplir el plazo de dos meses, sin necesidad de que éste transcurra íntegramente.

<sup>86</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 372 y 394. Expresa dudas QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 238. Acción social de responsabilidad” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, p. 1711, pues se abriría la veda a la minoría para entablar esta acción de responsabilidad directamente, existiendo otras alternativas al efecto; sin embargo, en QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 239. Legitimación subsidiaria de la minoría” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, p. 1719, defiende la legitimación de la minoría cuando la junta adopta un acuerdo impreciso o evasivo, que no es exactamente el de exigir o no responsabilidad, y pone como ejemplo el de “*no haber lugar a entrar en la cuestión*”. Expresamente en contra, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad”, *op. cit.*, p. 168; en cambio, defiende posteriormente que “[l]as maniobras del órgano de administración [...] en orden a impedir que [el] acuerdo [de promoción de la acción social], sea positivo o negativo, pueda lograrse (v.gr. desconvocatoria injustificada de la Junta, posposición de la votación a una Junta posterior, impedimento doloso de la posibilidad de constitución válida del órgano, etc.) guardan identidad de razón con el caso de negativa injustificada a la convocatoria de la Junta general y, por consiguiente, según las circunstancias del caso, debería admitirse el ejercicio de la acción por la minoría” (p. 183). ESTEBAN VELASCO, G., “La acción social y la acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital”, *op. cit.*, p. 68, distingue según de quién proceda la negativa a tratar el asunto: si procede de la propia junta, la minoría estaría facultada para entablar la acción de responsabilidad; en cambio, si procede de su

*de facto*, atendiendo a la forma de cálculo de la mayoría simple, al rechazo del acuerdo; o (c) la renuncia extraprocesal a la exigencia de responsabilidad, pues a efectos prácticos el resultado es el mismo: la ausencia de acuerdo positivo de la junta general habiéndose reunido las circunstancias necesarias para su adopción<sup>87</sup>.

Además, la acción social de responsabilidad podrá ser entablada por los accionistas titulares del tres por ciento del capital, sin necesidad de que se cumpla ninguno de los presupuestos mencionados, cuando la acción se fundamente en la infracción del deber de lealtad (ya sea en su enunciado general o en cualquiera de sus concreciones). Esta posibilidad refleja lo estricto del deber de lealtad frente al deber de diligencia y podría tener singular relevancia en el contexto de una opa, si bien nos hemos referido ya a la dificultad de probar una infracción del deber de lealtad y, particularmente, de su enunciado general, por la dificultad de acreditar la concurrencia de motivaciones internas injustas frente al mero error en una decisión válidamente justificada<sup>88</sup>.

La doctrina se plantea si los accionistas que no hayan votado a favor de la acción social de responsabilidad pueden posteriormente promoverla *ex* artículo 239 de la LSC. Algunos autores deniegan esta facultad con base en la doctrina de los actos propios, mientras que otros, con los que estamos de acuerdo, la reconocen por ausencia de norma en contrario y por prevalencia de la protección de la minoría y, en su caso, de la voluntad de la mayoría (imaginemos que el acuerdo es aprobado, pero el encargado de ejecutarlo desoye la instrucción de la junta general; su ejecución por cualquier legitimado resultaría conveniente con independencia de su postura en el acuerdo social pertinente).

En tercer y último lugar, la acción social de responsabilidad podrá ser iniciada por los acreedores sociales subsidiariamente cuando no lo haya sido por la sociedad o sus accionistas<sup>89</sup>, y siempre que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos. Este último supuesto parece improbable en el caso de incumplimiento de los deberes de los administradores en el contexto de una opa, pero lo mencionamos a efectos de exhaustividad.

El fundamento de esta triple legitimación activa es sencillo. Se pretende facultar para el ejercicio de la acción social no solo al titular directo del interés lesionado, sino también a sus titulares indirectos: los socios, en cuanto últimos soportadores del riesgo del negocio, y los

---

presidente, no lo estaría pues, arguye, “*se debe provocar la posibilidad de decisión a la misma Junta general solicitando su convocatoria*”.

<sup>87</sup> Vid *infra* “Posibilidad de transacción o renuncia al ejercicio de la acción”.

<sup>88</sup> Vid *supra* “Realización de una conducta ilícita”. SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis”, *op. cit.*, pp. 387 y ss., advierte del riesgo que la amplia formulación del deber de lealtad supone, pues puede dar lugar a un uso abusivo de la legitimación directa para entablar la acción social.

<sup>89</sup> En puridad, la legitimación de los socios también es subsidiaria respecto de la legitimación de la sociedad, salvo en el caso de acción por infracción del deber de lealtad, y la de los acreedores es subsidiaria respecto de las dos anteriores.

acreedores sociales, en cuanto tenedores de un crédito frente al patrimonio social y, por tanto, interesados en su conservación<sup>90</sup>. Se pretende así que el principio de la mayoría no desvirtúe *de facto* la tutela de los accionistas minoritarios o de otros interesados<sup>91</sup>. En todo caso, con independencia del actor, la indemnización que en su caso se obtenga tras el ejercicio de la acción social de responsabilidad deberá ser integrada en el patrimonio social<sup>92</sup>.

En el contexto de una opa, puede parecer que la legitimación activa para el ejercicio de la acción social de responsabilidad plantea el mismo problema de desigualdad de trato entre los distintos destinatarios de la opa que el que surge ante la atracción a la junta general de las actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa. En la medida que una opa puede dirigirse no solo a titulares de acciones con derecho de voto, sino a titulares de otros valores como acciones sin derecho de voto, obligaciones convertibles o canjeables por acciones u otros valores que den derecho a su suscripción, puede parecer que estos últimos estarán privados de solicitar la reintegración del patrimonio social dañado a causa de la infracción de los deberes de los administradores en relación con la opa<sup>93</sup>. No obstante, debe tenerse en cuenta que los accionistas sin derecho de voto que reúnan el capital mínimo exigido sí podrán solicitar la convocatoria de la junta general o la inclusión del ejercicio de la acción social de responsabilidad en el orden del día, aunque no puedan participar en su adopción, y, subsidiariamente, podrán entablar la acción social en los supuestos indicados anteriormente<sup>94</sup>. Respecto a los tenedores de otros valores, todos ellos podrán acudir a la vía de la acción individual de responsabilidad cuando sus intereses hayan sido directamente lesionados y, además, aquellos que sean acreedores sociales, como los obligacionistas o bonistas, podrán entablar la acción social cuando no lo hagan la sociedad y los socios y siempre que el patrimonio social sea insuficiente para satisfacer sus créditos (en otro caso, carecería de sentido que quienes no resultasen afectados por un daño en el patrimonio social estuvieran legitimados para su reclamación). En consecuencia, no creemos que se vulnere el principio de igualdad de trato previsto en el artículo 3.1.a) de la Directiva de Opas en materia de responsabilidad civil.

---

<sup>90</sup> SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis”, *op. cit.*, p. 372, defiende que los socios soportan “*de manera refleja*” el daño causado en el patrimonio social, “*al cual han contribuido con su aportación al capital social*”.

<sup>91</sup> JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación de la minoría y de los acreedores para el ejercicio de la acción social”, *op. cit.*, pp. 143-144.

<sup>92</sup> LARA, R., “La acción social de responsabilidad: ejercicio por la sociedad”, *op. cit.*, p. 104.

<sup>93</sup> *Vid supra* “Las actuaciones u operaciones autorizadas por la junta general” y “Especial tutela de la igualdad de trato en el marco de una opa”.

<sup>94</sup> Así lo sostienen JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación de la minoría y de los acreedores para el ejercicio de la acción social”, *op. cit.*, p. 146; SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 372; QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 238. Acción social de responsabilidad”, *op. cit.*, p. 1717.

#### 2.4.2. Acuerdo de la junta general de la sociedad afectada

Para que la acción social de responsabilidad contra los administradores sea entablada por la propia sociedad afectada, se precisa un acuerdo de la junta general adoptado por mayoría ordinaria, sin que sea legal reforzar esta mayoría por la vía estatutaria.

El artículo 238 de la LSC no hace ninguna mención expresa al *quorum* necesario para constituir la junta que haya de adoptar este acuerdo. En línea con la mayoría requerida, entendemos que la junta quedará válidamente constituida, en primera convocatoria, cuando concurren presentes o representados los accionistas titulares del veinticinco por ciento del capital suscrito con derecho de voto y, en segunda convocatoria, cualquiera que sea el capital concurrente. Asimismo, creemos que el *quorum* no podrá reforzarse estatutariamente, pues podría traducirse en un refuerzo indirecto de la mayoría al calcularse ésta sobre el capital concurrente<sup>95</sup>.

La propuesta de acuerdo de ejercicio de la acción social de responsabilidad puede ser incluida en el orden del día *ab initio* cuando la junta general haya sido convocada a instancia de accionistas titulares de, al menos, el tres por ciento del capital al efecto precisamente de promover esta acción. También podrá serlo, aunque con menor probabilidad, cuando la junta haya sido convocada por iniciativa del consejo para entablar la acción social contra uno o varios administradores concretos. Asimismo, los accionistas titulares del referido porcentaje podrán solicitar la inclusión del acuerdo en el orden del día con carácter previo a la junta general, en ejercicio de sus derechos a completar el orden del día o a presentar propuestas fundamentadas de acuerdo<sup>96</sup>. Además, cualquier socio, con independencia de su participación en la sociedad, podrá solicitar su sometimiento a la junta general durante la celebración de la misma sin necesidad de que conste en el orden del día.

Se plantea si los administradores afectados que sean titulares de acciones de la sociedad podrían votar en el referido acuerdo. A nuestro juicio, de acuerdo con lo previsto en el artículo 190 de la LSC, sí podrán participar en la deliberación y votación del referido acuerdo en ejercicio de los derechos de voto que les correspondan<sup>97</sup>. Este precepto no solo excluye este supuesto de la lista de conflictos de interés resultantes en un deber de abstención del socio, sino que exceptúa expresamente los acuerdos relativos a la exigencia de responsabilidad de los administradores de la regla general de inversión de la carga de la prueba en contra del socio

---

<sup>95</sup> Igualmente, LARA, R., “La acción social de responsabilidad: ejercicio por la sociedad”, *op. cit.*, p. 118; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad”, *op. cit.*, p. 169; ESTEBAN VELASCO, G., “La acción social y la acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital”, *op. cit.*, p. 65. En contra, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 374, aduciendo la ausencia de prohibición legal expresa y, por tanto, la aplicabilidad del artículo 102 de la LSA (actual artículo 193 de la LSC).

<sup>96</sup> Nos hemos referido a estos derechos en “Facultad de iniciativa del socio”.

<sup>97</sup> En el mismo sentido, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 376.

conflictuado. No obstante, los administradores afectados no podrían votar en ejercicio de los derechos de voto que les hubieran sido delegados sin instrucciones precisas de voto (artículo 526.1.c) de la LSC), como tampoco podrían votar en cualquier otro asunto respecto del que estuvieran en conflicto sin tener instrucciones precisas<sup>98</sup>.

### 2.4.3. Posibilidad de transacción o renuncia al ejercicio de la acción

La junta general podrá, en cualquier momento, transar o renunciar al ejercicio de la acción social de responsabilidad siempre que no se opongan a ello accionistas titulares de, al menos, el tres por ciento del capital social<sup>99</sup>.

El *quorum* exigible para adoptar un acuerdo en este sentido es el mismo que se exige para la promoción de la acción social: el ordinario, sin posibilidad de reforzarlo estatutariamente. Respecto a la mayoría, el requisito de no oposición por parte del tres por ciento del capital social se traduce en la exigencia del voto a favor o en blanco, o la abstención, de más del noventa y siete por ciento del capital concurrente a la junta en cuestión.

El artículo 238.2 de la LSC establece que el acuerdo de transacción o renuncia podrá tomarse “[e]n cualquier momento”. Naturalmente, deberá adoptarse en sede de junta general. Ésta podrá coincidir, a nuestro juicio, con la junta general en la que se haya adoptado, en su caso, el acuerdo de promoción de la acción social de responsabilidad (al margen de la incongruencia que supone la adopción de este acuerdo y, acto seguido, del contrario) o bien celebrarse con posterioridad<sup>100</sup>. No obstante, “en cualquier momento” no debe interpretarse como la posibilidad de que el acuerdo se adopte sin constar en el orden del día de la junta general<sup>101</sup>. Desde el punto de vista formal, el hecho de que esta posibilidad se precise respecto del acuerdo de promoción de la acción social (apartado primero), y no respecto del acuerdo de transacción o renuncia (apartado segundo), avala esta postura. Desde la perspectiva sustantiva, tiene sentido autorizar la adopción de acuerdos protectores de los accionistas sin previo aviso al conjunto de ellos, pero no puede predicarse lo mismo en relación con acuerdos potencialmente perjudiciales para ellos, como sería la renuncia al ejercicio de la acción social y, por ende, a la reintegración del patrimonio social dañado.

---

<sup>98</sup> Vid *supra* “Solicitud pública de representación”.

<sup>99</sup> Al respecto, *vid* JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación de la minoría y de los acreedores para el ejercicio de la acción social”, *op. cit.*, pp. 168 y ss.

<sup>100</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, p. 380, admite la posibilidad de adoptar un acuerdo de transacción o renuncia con anterioridad al potencial ejercicio de la acción de responsabilidad. En nuestra opinión, el riesgo radica en la dificultad para valorar *ex ante* el daño cuya compensación (y por tanto cuantificación) se está pactando de antemano o a la que directamente se está renunciando.

<sup>101</sup> En la misma línea, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad”, *op. cit.*, pp. 174-175.

Respecto a la oposición frente al acuerdo de transacción o renuncia, ¿podría producirse después de la celebración de la correspondiente junta general? No parece coherente desde la perspectiva procedimental pues se precisaría de una nueva junta general para revocar el acuerdo ya adoptado y potencialmente ejecutado<sup>102</sup>, ni tampoco parece necesario en aras de tutelar los derechos de esta minoría, puesto que el acuerdo habría constado en el orden del día y, por tanto, los accionistas habrían podido conocerlo y votar en contra (incluso por representación o a distancia) en la correspondiente junta general.

La doctrina se pregunta si los accionistas que no se hayan opuesto al acuerdo de transacción o renuncia podrían posteriormente entablar la acción de responsabilidad. Tal y como hemos defendido para los no opositores al propio acuerdo de ejercicio de la acción social, entendemos que sí estarían facultados para entablarla siempre que concurrieran los restantes presupuestos de responsabilidad y, particularmente, el daño<sup>103</sup>. Para ello, es preciso contemplar la posibilidad de transar o renunciar al ejercicio de la acción extraprocesalmente, ya que la transacción y la renuncia procesales pondrían fin al procedimiento<sup>104</sup>. Así, en caso de transacción extraprocesal, siempre que ésta suponga la reintegración del patrimonio social por vía distinta al ejercicio de una acción judicial, no concurrirá ya el presupuesto de daño exigible para el ejercicio de la acción social. En caso contrario o en caso de renuncia extraprocesal, persistiría el daño y los accionistas titulares del tres por ciento del capital seguirían facultados para ejercer la acción social de responsabilidad *ex* artículo 239.1 de la LSC, con base en la adopción de un acuerdo de junta general “*contrario a la exigencia de responsabilidad*”, que hemos interpretado ampliamente como cualquier acuerdo o actuación de la junta general distinto de un acuerdo de exigencia de responsabilidad cuando se hayan dado las condiciones para la adopción de éste.

#### 2.4.4. Destitución automática de los administradores afectados

El artículo 238.3 de la LSC establece que el acuerdo de promover la acción social de responsabilidad o de transar determinará la destitución de los administradores afectados (“determinar”: “ser causa de que algo ocurra o de que alguien se comporte de un modo determinado” según la Real Academia Española). Se plantea si es necesario un acuerdo específico de cese tras la promoción de la acción social o el acuerdo de transacción o si, por el contrario, el cese surte efecto automáticamente. La dicción literal del precepto parece inclinarse por la segunda opción. Sin embargo, buena parte de la doctrina defiende la primera alternativa,

---

<sup>102</sup> RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad”, *op. cit.*, p. 174, entienden que la oposición debe manifestarse en la propia reunión de la junta general.

<sup>103</sup> *Vid supra* “Legitimación activa”.

<sup>104</sup> SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis”, *op. cit.*, p. 376, explica que “la acción social es, en todo caso, una misma acción con independencia del sujeto que la interponga” y afirma que su interposición “agota la acción y produce el efecto de cosa juzgada” sin que pueda reiterarse la misma acción social.



y por tanto la posibilidad de que el cese no llegue a producirse, con base en la autonomía de la voluntad de los socios<sup>105</sup>. Esta postura nos parece correcta puesto que el cese de los administradores es facultad de los socios y no requiere de ningún fundamento específico más allá de la pérdida de confianza de éstos en aquéllos. Cuestión distinta es que, habiéndose promovido la acción social o alcanzado un acuerdo de transacción (esto es, habiéndose reconocido la causación o potencial causación de un daño a la sociedad), los socios sigan confiando en los presuntos causantes del daño. Pero podría suceder así, cuando menos temporalmente a la espera de encontrar a otros candidatos o de dilucidar la efectiva existencia de responsabilidad, y no encontramos fundamento para su prohibición. Los accionistas minoritarios que sí desearan cesar a los administradores afectados podrían impugnar el acuerdo de permanencia en sus cargos (o el resultado negativo del acuerdo de cese) por la vía ordinaria de impugnación de acuerdos sociales.

## **2.5. Ejercicio de la acción individual de responsabilidad**

La acción individual de responsabilidad es el mecanismo disponible para reclamar a los administradores la reintegración de patrimonios ajenos al social que hayan resultado dañados a causa de una conducta ilícita de los administradores, ya sea dolosa o culpable. Esta acción estaría por tanto a disposición de los destinatarios de la opa (accionistas o no), del oferente real o potencial, y de cualesquiera otros terceros que hubieran resultado perjudicados por la conducta de los administradores en relación con una opa o potencial opa. Hemos analizado en los apartados anteriores que los daños más probables serían, (i) desde la perspectiva de los destinatarios de la opa, el lucro cesante entendido como la plusvalía que se habría obtenido por la transmisión de los valores al oferente en caso de opa exitosa; y (ii) desde la perspectiva del oferente, el daño emergente consistente en los costes incurridos en el estudio, preparación y en su caso ejecución de una operación fallida y, potencialmente (aunque de difícil prueba), el lucro cesante derivado del fracaso de los planes post-opa, así como los daños causados por un incumplimiento del deber de buena fe contractual de los administradores en la fase de estudio y negociación de la opa. A continuación, estudiamos las cuestiones principales que surgirían en torno al ejercicio de esta acción de responsabilidad.

### **2.5.1. Legitimación activa**

El artículo 241 de la LSC legitima a cualquier accionista de la sociedad y a cualquier tercero a promover la acción individual de responsabilidad siempre que los administradores de la

---

<sup>105</sup> Entre otros, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad”, *op. cit.*, p. 170; SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, *op. cit.*, pp. 385 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G., “La acción social y la acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital”, *op. cit.*, p. 71; y QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 238. Acción social de responsabilidad”, *op. cit.*, p. 1714.

sociedad hayan lesionado directamente sus intereses. Tal y como ha quedado explicado, la limitación del artículo 236 de la LSC a la sociedad, los socios y los acreedores es desafortunada y no impide a cualquier otro tercero entablar la acción individual siempre y cuando se cumplan los restantes presupuestos<sup>106</sup>. La legitimación activa para el ejercicio de esta acción es, por tanto, amplísima. Corresponderá delimitarla a través de los presupuestos de la responsabilidad y, particularmente, mediante la exigencia de una lesión directa de los intereses, que tratamos a continuación, y la circunscripción de las conductas ilícitas a los actos realizados por los administradores en el ejercicio de sus cargos, sin que quepa la reclamación de daños causados por actos encuadrables en la esfera personal o extraorgánica del administrador<sup>107</sup>.

Tampoco debe confundirse la responsabilidad exigible a los administradores por terceros, como sería el oferente, con la responsabilidad exigible por éstos a la propia sociedad con motivo del incumplimiento de sus obligaciones. La acción individual de responsabilidad es una acción personal y es reflejo de la responsabilidad personal y directa de los administradores sociales, más allá de la responsabilidad en que pueda incurrir la sociedad por los actos realizados por su cuenta<sup>108</sup>.

### 2.5.2. Lesión directa de los intereses

La lesión directa en los intereses del actor debe interpretarse como un daño causado directamente por la conducta ilícita del administrador en el patrimonio del socio o tercero en cuestión. No puede recurrirse a la vía de la acción individual para reclamar daños meramente indirectos, mediatos o “reflejos” de otro daño, éste sí, directa o inmediatamente infligido al patrimonio social<sup>109</sup>. La lógica de esta previsión es evidente: con la acción social de responsabilidad se pretende precisamente reintegrar el patrimonio social y, con ello, indirectamente, el patrimonio del socio (por la parte alícuota que le corresponda) o del acreedor social (al recuperarse o mejorar las probabilidades de cobro de su crédito frente a la sociedad). Si también se permitiera reclamar los daños “reflejos” por vías alternativas, se llegaría al absurdo de poder reclamar un mismo daño tanto en sede de la sociedad como en sede del socio o tercero afectado. En estos casos, indemnizado el daño directo, indemnizado el “reflejo” y

---

<sup>106</sup> Vid supra “Posibles sujetos dañados”.

<sup>107</sup> Vid supra “Fuentes normativas”.

<sup>108</sup> En este sentido, ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción”, *op. cit.*, p. 46, afirma que “no se trata de que los administradores respondan del incumplimiento por la sociedad de sus obligaciones, sino de la lealtad con la que se produjeron sus relaciones con terceros”. Sobre el fundamento de esta responsabilidad personal y su interrelación con la responsabilidad de la sociedad, vid MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, pp. 95 y ss.

<sup>109</sup> Por todos, ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 6ª edición, *op. cit.*, p. 195; y SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis”, *op. cit.*, pp. 374-375.

eliminada la concurrencia del daño. Sin embargo, a la inversa, a pesar de indemnizarse el daño “reflejo”, quedaría pendiente de indemnización el daño directo; la posterior reintegración del patrimonio social supondría una doble compensación al titular del patrimonio indirectamente dañado que sería preciso deshacer<sup>110</sup>.

Esta relación directa entre la conducta ilícita de los administradores y la lesión de los intereses del socio o tercero demandante no debe confundirse con la mera existencia de un nexo causal, pues éste también puede establecerse entre una actuación de los administradores y un daño “reflejo” en un patrimonio ajeno al social<sup>111</sup>. Todo lo más, podría asimilarse a algunos criterios fijados por la doctrina para graduar la relevancia jurídica de una posible causa, como podría ser el criterio de proximidad.

Algunos autores han defendido como criterio de ordenación de las acciones de responsabilidad el del fin de protección de la norma<sup>112</sup>. En particular, atendiendo a este criterio, se ha defendido la imposibilidad del oferente de reclamar responsabilidad a los administradores de la sociedad afectada por incumplimiento del deber de pasividad, por entenderse que se trata de un mecanismo de tutela de los destinatarios de la opa, no del oferente, y que eso “elimina la antijuridicidad” de la conducta *vis-à-vis* el oferente<sup>113</sup>. A nuestro juicio, el deber de pasividad está indudablemente encaminado a proteger a los destinatarios de una opa, pero no puede negarse que toda la normativa de opas, inclusive el deber de pasividad, tiende a proteger este tipo de operaciones y, por ende, a todas sus partes. Esta protección trasluce particularmente en determinadas previsiones como el principio de igualdad informativa o la facultad de desistimiento del oferente por causas ajenas a su voluntad (entre las que se incluye, de hecho, la realización de actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa, que podrían ser ejecutadas en incumplimiento de la regla de pasividad). No en vano la doctrina se refiere al deber de pasividad indistintamente como tal o como deber de neutralidad, en el sentido de prohibición de favorecer o perjudicar una opa frente a otra y, por tanto, un oferente frente a otro. En todo caso, los deberes de diligencia y de buena fe para con terceros perduran durante todo el proceso de la opa (y durante toda la vigencia del cargo de administrador), y cualquier infracción de los

---

<sup>110</sup> La exigencia de inmediatez del daño sobre el patrimonio del socio o tercero permite precisamente la acumulación de la acción social y la acción individual. En este sentido, SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis”, *op. cit.*, pp. 369 y ss.

<sup>111</sup> ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 6ª edición, *op. cit.*, p. 215.

<sup>112</sup> RONCERO SÁNCHEZ, A., “La acción individual de responsabilidad”, *op. cit.*, p. 211, indica que “para determinar la responsabilidad de los administradores frente a socios y terceros no cualquier infracción de normas es relevante a efectos de tutela de los intereses de éstos, sino que habrá que tener en cuenta el fin de protección de la norma en relación con los daños que se trata de evitar y las personas amparadas por la misma”. En contra, entre otros, MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 85.

<sup>113</sup> GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad...”, *op. cit.*, p. 153.

misimos facultaría al oferente a entablar una acción de responsabilidad<sup>114</sup>. Por ello, no descartamos la facultad del oferente o potencial oferente de entablar la acción individual de responsabilidad frente a los administradores de la sociedad afectada en caso de incumplimiento de algún deber como resultado del cual hayan sufrido un daño patrimonial.

### 3. Otras acciones derivadas de la infracción del deber de lealtad

De conformidad con lo previsto en el artículo 227.2 de la LSC, la infracción del deber general de lealtad de los administradores determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador<sup>115</sup>. Asimismo, el artículo 232 de la LSC establece que el ejercicio de la acción social o individual de responsabilidad no obsta al ejercicio de la acción de impugnación, cesación, remoción de efectos y, en su caso, anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad. En este apartado comentamos sucintamente la aplicabilidad de cada una de ellas frente al incumplimiento del deber de lealtad por los administradores de la sociedad afectada.

Respecto a la primera de ellas, es difícil concebir la obtención de un enriquecimiento injusto por los administradores de la sociedad afectada en el contexto de una opa. Podría suceder que éstos pactaran un acuerdo de continuidad con un oferente o potencial oferente y, a fin de llevarlo a efecto, promovieran la opa (*e.g.*, emitiendo una opinión favorable) sin justificación alguna desde la óptica del interés social. El problema radica en demostrar que se trata de un enriquecimiento injusto, pues éste solo se obtendría en caso de éxito de la opa —no nos parece probable en la práctica la percepción de una ventaja o remuneración por el mero posicionamiento a favor de la operación, sin resultados reales—. Siendo así, ¿qué injusticia se alegaría? ¿cuál era el enriquecimiento que habría debido producirse en el patrimonio social? ¿cómo podría demostrarse que el éxito de la opa resulta de la actuación del administrador

---

<sup>114</sup> MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital...*, *op. cit.*, pp. 275 y ss., analiza la responsabilidad frente a terceros en caso de infracción del deber de pasividad y, si bien cree que el deber de lealtad no justifica la causación de daños a terceros, defiende la ausencia de antijuridicidad de las actuaciones anti-opa que cumplan lo dispuesto en la ley.

<sup>115</sup> Esta disposición fue introducida por la Ley 31/2014, pero la doctrina venía reclamándola desde hace tiempo. En el Informe Aldama se expresó preocupación por la ausencia de una norma en este sentido y, particularmente, por la frustración que generaba esta circunstancia para los inversores y el público en general. En el mismo sentido, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *op. cit.*, pp. 24 y ss., abogaba ya en 2003 por endurecer las sanciones asociadas a la deslealtad con fines de disuasión, de un lado, y de compensación de su difícil detección, de otro. Entre sus propuestas se encontraba la de trasladar al ámbito privado el sistema público de devolución del enriquecimiento injusto. *Vid* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad...”, *op. cit.*, pp. 354 y ss.

conflictuado y que tal actuación es desleal? Nos remitimos a nuestras consideraciones respecto a la prueba del nexo causal y a la causalidad alternativa<sup>116</sup>.

En cuanto a las acciones recogidas en el artículo 232 de la LSC, esta norma no desarrolla su régimen jurídico (presupuestos, legitimación activa y pasiva, procedimiento de ejercicio, plazo de prescripción, etc.), sino que hay que estar al régimen general aplicable a cada una de ellas<sup>117</sup>. En este trabajo nos ceñimos a indicar cómo tendrían cabida estas acciones frente a actos o acuerdos de los administradores de la sociedad afectada por una opa. En esencia, las acciones de impugnación, cesación, remoción de efectos o anulación podrían interponerse frente a los acuerdos adoptados en la fase de estudio y negociación de la opa tales como el suministro de información a un tercero, o la negativa al mismo, o los acuerdos alcanzados con un potencial oferente como el pacto de una comisión de ruptura o la aceptación o no de la opa por la autocartera<sup>118</sup>, siempre y cuando tales acuerdos no estuvieran motivados por el mejor interés de la sociedad, sino por los intereses extrasociales de uno o varios administradores (presumiblemente, de varios, pues se trata de materias reservadas al órgano de administración en pleno y, por tanto, rige el principio de mayoría).

Se plantea si estas acciones podrían ejercitarse frente a un acto o contrato celebrado en incumplimiento del deber de pasividad, que la doctrina define como una suerte de concreción del deber de lealtad. A nuestro juicio, la respuesta será afirmativa siempre que la actuación venga motivada por intereses chocantes con el social (recordamos que el ámbito objetivo del deber de pasividad está delimitado en función de la capacidad objetiva de una determinada actuación de impedir el éxito de la opa, y no por la intencionalidad del actor, que bien puede ser conforme con el interés social y carente de toda motivación externa<sup>119</sup>). En esos casos, la infracción del deber de pasividad consistirá a su vez en una infracción del deber de lealtad, y por ello creemos que el acto o contrato desleal podrá ser impugnado, cesado o anulado, o sus efectos, removidos, en virtud del artículo 232 de la LSC. En cambio, una actuación infractora del deber de pasividad, pero realizada en el mejor interés de la sociedad no será susceptible de impugnación, cesación, anulación o remoción de efectos por esta vía.

#### **4. Valoración del régimen de responsabilidad civil de los administradores**

Del análisis del régimen de responsabilidad civil de los administradores aplicable en el contexto de una opa concluimos que, si bien nuestro ordenamiento proporciona distintos mecanismos para exigir responsabilidad en el ámbito privado, y si bien doctrina y jurisprudencia se han

---

<sup>116</sup> *Vid supra* “Existencia de un nexo causal”.

<sup>117</sup> HERNÁEZ PÉREZ-IRIONDO, I., “Acciones especiales en caso de infracción de los deberes de lealtad” en AA.VV., *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo: Ley 31/2014, de reforma de la Ley de sociedades de capital*, op. cit., pp. 101 y ss.

<sup>118</sup> *Vid supra* “Tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la posible opa”.

<sup>119</sup> *Vid supra* “Delimitación del objeto del deber de pasividad: principio general”.

esforzado por nutrir y desarrollar estos mecanismos, la prueba de los distintos presupuestos de la responsabilidad reduce notablemente la efectividad del régimen legal.

De una parte, la dimensión bursátil de la opa, la multiplicidad de partes en la operación (partes en sentido estricto, pues una opa puede dirigirse a cientos o miles de titulares de valores) y el margen de discrecionalidad concedido a la CNMV a la hora, por ejemplo, de autorizar el desistimiento de una opa, son factores que dificultan la definición más o menos ajustada del “decurso normal de las cosas” y, por tanto, la medición de la desviación presuntamente causada por la actuación ilícita. En otras palabras, la difícil suposición de la situación patrimonial en circunstancias “normales” dificulta la prueba tanto del daño como del nexo causal, presupuestos imprescindibles para el ejercicio de las acciones de responsabilidad.

De otra parte, la prueba en sí de la ilicitud de una conducta se complica cuando se trata de una infracción de los deberes generales de los administradores. Respecto al deber de diligencia, es cierto que existe una presunción *iuris tantum* de culpa, pero la regulación abstracta del deber y su concepción como una obligación de medios facilitan la prueba en contrario. En cuanto al deber de lealtad, el problema reside en demostrar la concurrencia de una motivación ilícita, pues no todos los conflictos de interés son tan evidentes ni todas las motivaciones tan manifiestas como puede imaginarse. Sin perjuicio de ello, no puede negarse que la delimitación de las actuaciones prohibidas por el deber de pasividad con base en su capacidad de impedir el éxito de la opa neutraliza el impacto de las motivaciones internas de los administradores, y que la obligación de informar sobre los conflictos de interés en el informe sobre la opa facilita su identificación y gestión.

Por todo lo anterior, nos parece difícil concebir escenarios en los que los administradores de la sociedad afectada por una opa vayan a responder de acuerdo con el régimen descrito en este apartado. Más plausible nos parece, ante la desconfianza que estas circunstancias pueden generar, “el voto con los pies” —la desinversión, ya sea preventiva o reactiva— o, todo lo más, la sanción a los administradores por la vía de la no renovación del cargo o bien la separación *ad nutum*, que no requiere de ninguna prueba más allá de la mera voluntad de una mayoría suficiente de accionistas. En todo caso, ya hemos explicado al hilo del régimen de responsabilidad administrativa que, en nuestra opinión, la estrecha labor de supervisión llevada a cabo por la CNMV actúa como mecanismo de prevención y reduce la posibilidad de que se produzcan conductas ilícitas y se causen daños, lo que en última instancia limita la necesidad y el recurso por las partes afectadas al régimen legal de responsabilidad civil.

## CONCLUSIONES

### **Primera.- Doble dimensión societaria y bursátil de las opas. Coexistencia de los correspondientes marcos normativos. Ley aplicable.**

Las opas formuladas como consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada o encaminadas a este fin son operaciones de doble dimensión societaria y bursátil. Son operaciones societarias por cuanto su exitosa ejecución puede entrañar cambios sustanciales en la sociedad afectada, incluyendo un cambio de partes del contrato de sociedad que a su vez podrá alterar su contenido (como su objeto o su causa) o, incluso, resultar en su extinción. Y son operaciones bursátiles en cuanto que ofertas de compraventa bilateral de valores admitidos a negociación. Esta doble dimensión supone la confluencia de normas de una y otra área de nuestro ordenamiento jurídico dirigidas a tutelar a colectivos distintos, pero habitualmente superpuestos. Desde la perspectiva de los deberes de los administradores, las normas societarias están orientadas esencialmente a tutelar los derechos de los accionistas y las normas de mercado de valores tratan de proteger los intereses un colectivo más amplio: el conjunto de inversores y, en última instancia, el mercado en general.

A dichas normas debe sumarse, en presencia de una opa, la normativa especial de opas que, en España, está recogida en el TRLMV y, con más detalle, en el RD de Opas. Esta normativa coexiste con las anteriores a lo largo de la opa por dos motivos. El primero es su complementariedad. Las disposiciones del RD de Opas no chocan con el Derecho societario o de los mercados de valores general, a excepción de determinadas normas especiales que sustituyen (especifican) la norma general como son las reglas de funcionamiento de la junta general que ha de aprobar actuaciones objeto del deber de pasividad. En su mayoría, las normas tutelan intereses diferentes (aunque similares) sin que ninguno de ellos deba supeditarse a los demás. El segundo motivo es que la normativa de opas tiene un alcance limitado tanto en el tiempo como en su objeto, lo que obliga a integrarla con las normas que de ordinario regulan el comportamiento de los administradores de la sociedad afectada. Muchas de las limitaciones de esta normativa traen causa de la configuración de la Directiva de Opas como una norma de mínimos, configuración derivada a su vez de las diferencias nacionales en lo referente a la autonomía de la que deben gozar los administradores para reaccionar frente a una opa. La negativa de los Estados miembros a adaptar sus ordenamientos en esa materia y, en esencia, la reticencia a abrir sus mercados para crear un auténtico Mercado Único, impidieron armonizar la regulación de la actuación de los administradores de la sociedad afectada por una opa.

Desde la perspectiva de Derecho internacional, los deberes de los administradores de la sociedad afectada se rigen por la *lex societatis* (ley de la jurisdicción donde la sociedad afectada tiene su domicilio). Sin embargo, algunas cuestiones de carácter más bursátil como el contenido, la forma y los plazos del informe del consejo de administración sobre la opa se rigen

por la *lex mercatus* (ley de la jurisdicción donde están admitidos a cotización los valores emitidos por la sociedad afectada). En cambio, el procedimiento societario para su aprobación se regula por la ley del domicilio de la sociedad afectada. El incumplimiento de todos estos deberes será sancionable conforme a la ley que resulte de aplicación a los propios deberes incumplidos.

**Segunda.- El deber de pasividad. Significado jurídico-societario, fundamento jurídico y función económica.**

El TRLMV y el RD de Opas imponen a los administradores de la sociedad afectada un deber de pasividad consistente en la prohibición de emprender cualquier actuación capaz de impedir el éxito de una opa sin el previo consentimiento de los accionistas de la sociedad. Este deber constituye una de las dos obligaciones esenciales de los administradores de la sociedad afectada, siendo la otra la de pronunciarse públicamente sobre la opa.

Esta norma refleja la posición del legislador español en dos debates de política jurídico-societaria de mayor calado: (i) la distribución del poder societario y (ii) los intereses dignos de protección en el seno de una empresa. El punto de partida del deber de pasividad es que corresponde a los destinatarios de una opa (esto es, los titulares de valores afectados por la opa) decidir sobre su idoneidad. Se pretende que puedan tomar una decisión libremente sin injerencia de terceros y, a tal efecto, se les atribuyen dos tipos de decisiones: una individual consistente en la aceptación o rechazo de la opa y otra colectiva consistente en la aprobación o no de actuaciones capaces de impedir el éxito de la oferta. Se les reserva toda decisión con potencial impacto en el desenvolvimiento de la opa, incluyendo la determinación de la conducta de la sociedad afectada frente a ella, para evitar que terceros hagan *de facto* ineficaz la decisión individual sobre la opa. El deber de pasividad supone pues atribuir el poder societario, en materia de opas, a los accionistas de la sociedad afectada. Se reconoce la primacía accionarial (primacía entendida como poder de decisión), frente a la primacía de los administradores reinante en otros ordenamientos como el estadounidense. A la primacía accionarial reconocida en presencia de una opa subyace, a su vez, la equiparación del interés social con el interés accionarial. Con un matiz: no se trata del interés común de los accionistas, sino del interés común de los titulares de valores objeto de la opa, que no necesariamente han de reunir la condición de accionistas de la sociedad afectada. El interés común de todos ellos es el derecho a decidir sobre la idoneidad de la opa, y por ello se otorga a cada destinatario de la opa el derecho a valorar el negocio propuesto en atención a sus intereses particulares, en lugar de atribuir esta decisión al órgano de administración.

Las distintas posturas en torno a estos dos debates de política jurídico-societaria están en el origen de la configuración de la Directiva de Opas como una norma de mínimos y de la ausencia de armonización normativa en materia de deberes de los administradores de una sociedad afectada por una opa. Mientras que algunos Estados miembros, entre los que destacan



Reino Unido y España, abogan por las opciones descritas y, por tanto, transponen la Directiva de Opas con carácter imperativo, otras jurisdicciones como Alemania se muestran partidarias de conceder mayor autonomía a los administradores como forma de tutelar los intereses de otros colectivos distintos del accionariado y, a tal efecto, transponen las normas de la Directiva de Opas (en particular, el deber de pasividad) como reglas meramente facultativas para “sus” sociedades nacionales.

El fundamento del deber de pasividad y, más ampliamente, de las opciones de política jurídico-societarias expuestas, es doble. Por una parte, este deber se sustenta en el derecho a la propiedad privada de los destinatarios de la opa, que les otorga el derecho a gozar y disponer libremente de sus valores. El derecho de goce se concreta en el derecho a obtener una utilidad de los valores, que puede lograrse de dos formas: (i) mediante la participación recurrente en los beneficios de la sociedad o mediante el cobro de un interés, según sean valores participativos o no, o (ii) mediante el incremento de su valor mientras se tengan en propiedad con vistas a realizar una plusvalía en el momento de su enajenación. En un mercado eficiente, ambas pasan por un adecuado rendimiento de la sociedad (además de, evidentemente, una política de distribución de dividendos efectiva). La segunda requiere, adicionalmente, un adecuado reflejo de dicho rendimiento en el precio de cotización de los valores negociables (de ahí el requisito de eficiencia del mercado). La atribución del poder de decisión societario a los accionistas supone la atribución a este colectivo de la capacidad de decidir la mejor forma de alcanzar el rendimiento esperado. En el contexto de una opa, lo anterior se traduce en una norma que garantice que sean solo los accionistas quienes puedan influir en el desenvolvimiento de la opa y, con ello, en la futura estructura de control de la sociedad (estructura asociada a una estrategia específica de la que dependerán las utilidades que los futuros accionistas —propietarios— puedan obtener de sus valores —cosa—). En cuanto al derecho a disponer de la cosa, éste cobra especial importancia en el caso de valores cotizados. Del mismo modo que los accionistas pueden vender sus acciones cuando exista una oportunidad en el mercado, pueden hacerlo en el contexto de una opa. La articulación de la oferta como una opa no altera la naturaleza del negocio que el oferente propone a cada destinatario de la opa: una compraventa de valores que, como tal, debe poder valorar libremente cada potencial vendedor. Los administradores no pueden hacer (o arriesgarse a hacer) ineficaz este derecho obstaculizando o frustrando la oferta de un tercero dispuesto a adquirir los valores, y de ahí surge el deber de pasividad. La protección del derecho de goce puede conectarse con la dimensión societaria de una opa por toma de control, mientras que la del derecho de disfrute está más relacionada con la dimensión bursátil de estas operaciones.

Por otra parte, se ha argüido que el deber de pasividad se articuló como mecanismo para solucionar conflictos de interés posicionales en contexto de una opa. La presunción generalizada de existencia de este tipo de conflictos es discutible por cuanto los conflictos no son propios del órgano de administración en su conjunto, sino de cada administrador individualmente. No obstante, no puede obviarse la frecuencia con la que se producen conflictos

de interés en presencia de una opa, lo cual refuerza la conveniencia de optar por la primacía accionarial.

Quedaría pendiente otorgar la misma tutela a los titulares de valores distintos de las acciones de la sociedad afectada que, como tales, no tengan derechos propios del socio como los de asistencia, información y voto en las juntas generales. Una posible solución sería atribuir la decisión sobre las actuaciones objeto del deber de pasividad al conjunto de destinatarios de la opa, y no a la junta general de accionistas.

Desde la perspectiva económica, el deber de pasividad atrae inversión y favorece el crecimiento empresarial al eliminar barreras a la inversión (al margen de las decisiones puramente inversoras) y a las concentraciones empresariales (al margen de las consideraciones exclusivamente de negocio). Además, la dinamización del mercado de control contribuye a mejorar el desempeño de los gestores pues facilita la formulación de opas con carácter disciplinario, motivadas por la convicción del oferente de que la empresa objetivo está infra-valorada o sus gestores no están optimizando su rendimiento. No obstante, la función de las opas como herramienta de rendición de cuentas de los gestores de la sociedad afectada se reserva a los casos de ineficiencia gerencial notoria. También existen beneficios desde la perspectiva de la eficiencia de los mercados puesto que el deber de pasividad propicia la dinámica de competitividad y subasta, y ésta mejora sustancialmente las posibilidades de los inversores de obtener plusvalías con la venta de sus valores.

### **Tercera.- El deber de pasividad. Naturaleza y ordenación.**

El deber de pasividad se configura como una obligación de no hacer dispensable *ex ante* mediante acuerdo de la junta general de accionistas de la sociedad afectada. Esta configuración es coherente con el doble fundamento de la norma. En cuanto a su propósito de tutelar la propiedad privada de los destinatarios de la opa, el deber de pasividad es una concreción, en presencia de una opa, de un instrumento de control ordinario de los accionistas: la facultad indelegable de adoptar, en sede de junta general de accionistas, las decisiones más relevantes para la vida societaria. Esta facultad conlleva la prohibición de los administradores de la sociedad de llevar a cabo actuaciones en dichas materias que no hayan sido previamente autorizadas en sede de junta general. En otras palabras, este mecanismo de control *ex ante* de los accionistas se extiende a la circunstancia excepcional de una opa —lo cual revela la relevancia, a nivel societario, que el legislador ha otorgado a las decisiones con capacidad de impedir el éxito de la opa—. Y en lo que se refiere al objetivo del deber de pasividad de anular potenciales conflictos de interés de los administradores, esta norma es una concreción, también en presencia de una opa, de la herramienta que tradicionalmente se ha utilizado en nuestro ordenamiento para solucionar los conflictos de intereses de cualquier relación de agencia: la abstención. Con ella se pretende garantizar que el agente sea leal al interés por cuya cuenta actúa. En el marco del Derecho de sociedades, se impone un régimen de deberes y obligaciones

de los administradores basado en su relación jurídica con la sociedad y sus socios, en la confianza sobre la que descansa su nombramiento y en la naturaleza de los intereses que deben promover. Concretamente, se impone un deber de abstención en la deliberación y votación de determinados acuerdos sociales respecto de los que los administradores estén en conflicto de interés. Puede apreciarse la analogía entre esta figura y el deber de pasividad.

Por otra parte, el deber de pasividad constituye un deber autónomo respecto de los restantes deberes de los administradores y, particularmente, respecto del deber de lealtad, sin perjuicio de las evidentes similitudes de sus respectivos objetos y fundamentos. Dos argumentos sostienen esta tesis. El primero es que pueden coexistir beneficiarios de solo uno de los deberes. El deber de lealtad protegerá a los titulares de acciones sobre las que no verse la opa y, simultáneamente, el deber de pasividad tutelaré los intereses de titulares de valores afectados distintos de las acciones de la sociedad. Ello necesariamente impone la coexistencia de ambas normas. El segundo argumento es que pueden existir supuestos en los que uno y otro deber requieran actuaciones opuestas: si un administrador considera que la opa anunciada es perjudicial para los intereses de los accionistas, el deber de lealtad lo llamará a realizar todo lo posible dentro de su ámbito competencial para impedirla; sin embargo, el deber de pasividad se lo prohibirá. En estos supuestos, el deber de pasividad no puede ser una mera concreción del deber de lealtad, como se ha argüido hasta la fecha.

El deber de pasividad, en tanto que deber autónomo, coexiste pacíficamente con los deberes generales de los administradores. Respecto al deber de diligencia, no es preciso fijar ningún orden particular entre el deber de pasividad y el deber de diligencia puesto que tienen objetos distintos. El deber de diligencia establece el modelo de conducta conforme al cual deben actuar los administradores, mientras que el deber de pasividad delimita su ámbito de actuación en el marco de una opa. Así, el parámetro del ordenado empresario se impone como estándar de conducta en la realización de actuaciones amparadas por la regla de pasividad, de suerte que ambas normas coexisten y son susceptibles de aplicación simultánea sin plantear ningún conflicto al respecto. En cuanto al deber de lealtad, tanto éste como el deber de pasividad limitan la actuación de los administradores atendiendo a los fines que deben guiar su conducta. Con carácter general, los administradores deben promover el interés accionarial; además, en el contexto de una opa, deben tutelar el derecho de los destinatarios a decidir sobre la idoneidad de la oferta. Sin perjuicio de ello, consideramos que debe establecerse entre ambos una relación de complementariedad por varias razones. En primer lugar, el deber de lealtad emana del deber de buena fe, que es aplicable *urbi et orbi* y adquiere singular relevancia en la relación socio-administrador. En segundo lugar, pueden coexistir beneficiarios de solo uno de los deberes sin que ninguno deba supeditarse al otro, lo que necesariamente impone la coexistencia de ambas normas. Y, en tercer lugar, el alcance de la regla de pasividad es limitado —fundamentalmente en el tiempo, pero también en su objeto— y requiere de una norma complementaria que la integre fuera de esos límites. El deber de pasividad no impide a los administradores ser leales a los intereses que tutelan, sino que reserva la decisión última al respecto a los titulares de los

intereses en juego. En consecuencia, consideramos que el deber de pasividad no excluye la aplicabilidad del deber de lealtad, sino que lo complementa ante una circunstancia extraordinaria que merece una mayor regulación *ad hoc* y *ex ante* del comportamiento de los sujetos capaces de influir en su desarrollo.

Igualmente, durante el transcurso de una opa los administradores de la sociedad afectada estarán vinculados por su deber de buena fe, derivado de los artículos 7.1 y 1.258 del Código Civil, aplicable *urbi et orbi* y sobre la base del cual se ha construido el deber de lealtad hacia la sociedad. Este deber habrá de orientar, además, la conducta de los administradores frente a terceros, como un oferente o potencial oferente con el que se contacte o entablen negociaciones acerca de una opa real o potencial. En particular, el deber de buena fe se traducirá en las obligaciones de transmitir toda la información necesaria para garantizar la válida prestación del consentimiento de la otra parte; de guardar secreto sobre las negociaciones y la información facilitada o recibida en ese contexto; y de no abandonar injustificadamente las negociaciones, de modo que no se generen falsas expectativas ni se defraude la confianza de la contraparte.

Como resultado, los administradores de la sociedad afectada también tendrán un deber de coherencia conforme al cual sus actuaciones durante el transcurso de la opa habrán de ser congruentes entre sí. La sujeción al estándar del ordenado empresario garantizará que el primer ejercicio de valoración de una opa, ya sea ésta real o potencial, sea suficiente (*ceteris paribus*) para la formación de una opinión sólida, fundada y duradera al respecto. Por su parte, el uso de una misma brújula, el interés social, en cada actuación de los administradores debería conducir a conclusiones idénticas sobre la idoneidad de la opa. Esto, a su vez, debería derivar en decisiones y actuaciones coherentes con tales conclusiones y, por tanto, coherentes entre sí. Además, el deber de coherencia es un efecto directo del deber de buena fe frente a terceros, pues preserva las expectativas sobre el comportamiento esperable de la sociedad afectada o de sus administradores que cualquiera se haya formado en vista de los actos previos de aquéllos.

#### **Cuarta.- El deber de pasividad. Alcance temporal. Efectos de su ausencia en la fase de preparación de una posible opa.**

En España, el deber de pasividad entra en vigor con la publicación del anuncio previo de la opa por el oferente. La elección de este momento (momento en que la opa deviene pública) como momento a partir del cual debe reforzarse la tutela de los intereses de los destinatarios de la oferta tiene dos explicaciones. Por un lado, desde el momento en que se publica la oferta, ésta deviene una oferta firme en el sentido civilista del término (más allá del proceso de autorización por el supervisor), pues concurren ya en ese momento la intención del oferente de obligarse, la manifestación de los términos esenciales de la oferta y su comunicación a sus destinatarios. En el momento de publicidad nace por tanto una oferta cuyo éxito pueden impedir los destinatarios del deber de pasividad y surgen unos destinatarios de la opa cuyos intereses debe protegerse. Por otro lado, desde la publicación del anuncio previo, la opa se presume conocida por el

público en general y por la sociedad afectada y sus administradores en particular. Aunque el alcance objetivo del deber de pasividad depende de la idoneidad de las actuaciones para impedir el éxito de la opa (no de la intención del actor), se ha introducido el elemento cognitivo en la ecuación porque lo contrario supondría alterar el ordinario reparto de competencias para reservar a la junta cualquier decisión capaz de impedir el éxito de cualquier potencial opa considerada en abstracto, lo que paralizaría por completo al órgano de administración. El contenido de los deberes generales de diligencia y lealtad ya conlleva la consideración de según qué riesgos y la protección de según qué intereses que cubren los supuestos en que los administradores de la sociedad afectada aún no tengan conocimiento de la posible oferta.

El legislador español no hizo uso de la facultad concedida en la Directiva de Opas de adelantar la entrada en vigor del deber de pasividad para su aplicación en las opas preparadas, negociadas o de otro modo conocidas por el órgano de administración de la sociedad afectada con anterioridad a su difusión al público. La opción elegida por el legislador español otorga seguridad jurídica, pues fija con claridad el momento de entrada en vigor de la norma (las opciones contrarias están siempre definidas mediante criterios indeterminados), a la vez que limita el periodo de subversión del funcionamiento de la sociedad afectada. La desventaja principal es la ausencia de regulación específica de la intervención de los administradores de la sociedad afectada en la fase de preparación de una opa, intervención muy frecuente en la práctica española donde la mayoría de las opas por o para tomar el control de la sociedad afectada se han formulado previo acuerdo, negociación o contacto de algún tipo entre el oferente y la sociedad afectada, sus administradores o sus accionistas. Otros inconvenientes de la elección española son que (i) el deber de lealtad no se impone *vis-à-vis* los titulares de valores distintos de acciones de la sociedad afectada; (ii) se reduce el nivel de protección del conjunto de destinatarios de la posible opa en comparación con el que se les otorga tras el anuncio de una oferta, al no reservárseles la facultad de determinar el comportamiento de la sociedad afectada en lo que a la posible opa se refiere y, por tanto, al situarles en riesgo de que un tercero —los administradores— frustre la proyección de realizar un negocio ventajoso con sus valores; y (iii) las facultades de supervisión de la autoridad competente, principal mecanismo de exigibilidad del cumplimiento de las normas en materia de opas, no pueden entrar en juego en tanto la operación sea confidencial.

Con todo, al menos desde una perspectiva teórica, la ausencia de deber de pasividad en la fase de preparación de una opa no deja desprotegidos los intereses que fundamentan su existencia. De neutralizar potenciales conflictos de interés de los administradores ya se ocupan el deber de lealtad y, más específicamente, los deberes de informar debidamente al consejo, de abstenerse en la deliberación y adopción de acuerdos afectados y, con posterioridad, llegado el caso, de informar debidamente al público al respecto. En este sentido, no consideramos que adelantar el deber de pasividad pudiera suponer una mejora notable en la neutralización de conflictos de interés. En cuanto a la tutela de la propiedad privada de los destinatarios de la opa —en este caso, potencial—, que como propietarios de los valores afectados tienen derecho a

gozar y disponer de ellos libremente y en las mejores condiciones posibles, la ausencia de deber de pasividad no permite a los administradores de la sociedad afectada obstaculizar cualquier potencial oferta sin orden ni razón. El deber de lealtad pervive y el interés accionarial permanece como interés digno de tutela primordial, ya sea a efectos de permitir una posible opa o de cualquier otra cuestión. La diferencia es que la tutela de dicho interés (*i.e.*, la concreción de dicho interés en cada momento y la mejor forma de protegerlo) se atribuye al órgano de administración en cuanto gestor y representante de la sociedad. Además, el hecho de que el órgano de administración no adopte las decisiones que se le pida durante la preparación de una opa por no considerarlas oportunas para el interés social no anula *de facto* la posibilidad de los titulares de valores objetivo de ejecutar —lucrarse con— su transmisión, pues nada impide a un potencial oferente formular una opa sobre los mismos. Es cierto que, aunque no lo anule, sí lo merma; pero sería remediable mediante el lanzamiento de la oferta con sujeción, por ejemplo, a la consecución de determinados acuerdos o la realización de determinadas actuaciones. Entraría entonces en juego el deber de pasividad. Siendo así, parece que los riesgos de la opción española son mitigables a través de los deberes generales de los administradores y, por tanto, se verían superados por las ventajas derivadas de la seguridad jurídica y la maximización del periodo de ordinario funcionamiento de la sociedad afectada.

En definitiva, la actuación de los administradores de la sociedad afectada durante la fase de preparación de una opa se regirá por los deberes generales, con las particularidades derivadas de la normativa de los mercados de valores y, en su caso, de la normativa de opas. Hemos identificado como actuaciones principales a llevar a cabo por los administradores de la sociedad afectada (i) el suministro de información privada de la compañía a potenciales oferentes y (ii) la negociación y suscripción por cuenta de la sociedad afectada de acuerdos relativos a una futura opa. En relación con la primera, el órgano de administración o, en su caso, la comisión *ad hoc* constituida en su seno para supervisar la posible opa, deberá analizar desde la perspectiva del interés social la conveniencia de suministrar información confidencial a un potencial oferente con el objeto de que este decida sobre la propia operación y sus características. Si bien la proyección de una opa —y por tanto la posibilidad de realizar una venta exitosa de valores— parece un horizonte ventajoso para el conjunto de los accionistas, el suministro de información confidencial a terceros no está exento de riesgos. Los administradores deberán determinar la conveniencia de abrir las puertas de la sociedad a un tercero en atención a la naturaleza y buena fe de ese tercero; al principio de igualdad informativa impuesto respecto del conjunto del mercado y respecto de potenciales oferentes competidores; y al principio de igualdad de trato de los accionistas (cuestión que entraría en juego de ser el oferente accionista de la sociedad afectada, si bien su contraposición frente al resto del accionariado podría justificar una desigualdad informativa). Respecto a la negociación y suscripción de acuerdos por cuenta de la sociedad afectada, nuevamente deberá examinarse su idoneidad bajo el prisma del interés social. Este ejercicio no podrá desligarse del propio ejercicio de valoración de la opa, pues solo debería vincularse a la sociedad en relación con una oferta que se considerase adecuada para el interés. Además, el órgano de administración deberá

ser cauteloso a la hora de obligarse, por ejemplo, a permanecer pasivo o emitir una determinada opinión sobre la opa, o de transmitir o no la autocartera en la opa proyectada, y preservar su flexibilidad en caso de alteración sobrevenida de las circunstancias que rodean a la sociedad afectada.

**Quinta.- El deber de pasividad. Alcance objetivo y subjetivo.**

Son actuaciones capaces de impedir el éxito de una opa las acciones u omisiones objetivamente idóneas, independientemente de la intención del actor, para provocar el desistimiento del oferente o causar un resultado negativo de la opa al margen del nivel de aceptación o rechazo de ésta por sus destinatarios.

Respecto al desistimiento del oferente, las opas devienen irrevocables con su anuncio previo y, desde entonces, solo se permiten modificaciones que supongan una mejora de las características de la oferta. También se permite el desistimiento del oferente cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a su voluntad, la opa no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, o cuando la junta general de la sociedad afectada adopte algún acuerdo que a su juicio le impida mantener su oferta. La inviabilidad manifiesta puede reconducirse a la doctrina *rebus sic stantibus*, conforme a cuya interpretación judicial más reciente un contrato puede resolverse si ha mutado su causa. Dicha mutación podrá apreciarse cuando el cambio de circunstancias determine la desaparición de la base del negocio o de la conmutatividad del contrato y no pueda inscribirse en “el riesgo normal del contrato” atendiendo a su naturaleza y sentido. Aplicando esta teoría a la terminación de una opa, serán capaces de provocar el desistimiento del oferente (esto es, estarán prohibidas por el deber de pasividad) aquellas actuaciones que exijan una modificación sustancial de la oferta o que alteren significativamente el *statu quo* de la sociedad afectada aceptado a la hora de formular la oferta, distorsionando las expectativas y presupuestos objetivos de la decisión del oferente. Asimismo, estarán prohibidas las actuaciones que, aun no habiendo inducido al oferente a desistir de su proyecto, tengan un impacto determinante en el resultado —negativo— de la opa.

En contraste, los administradores de la sociedad afectada conservarán plenas competencias para desarrollar actividades o realizar actuaciones que no tengan trascendencia sobre la oferta en vuelo. Entre ellas destacan las operaciones de escasa entidad o inscribibles en la práctica habitual de la sociedad afectada y, por tanto, previsibles por el oferente al formular su oferta; las actuaciones que se realicen en cumplimiento de compromisos adquiridos con anterioridad; las actuaciones tendentes a convencer a un tercero de llevar a cabo una determinada actuación cuando la sociedad afectada no participe del riesgo de la actuación y el tercero lo asuma plena y libremente, pues no serán imputables a los destinatarios del deber de pasividad; y las actuaciones que cuenten con el consentimiento del oferente.

Tampoco cae dentro del objeto del deber de pasividad el contacto con el oferente para promover una mejora de su oferta. Una actuación en este sentido no reúne la capacidad de

impedir el éxito de la opa puesto que no es elemento suficiente para justificar su retirada (al no imposibilitarla ni dar lugar a la aplicación de la doctrina *rebus sic stantibus*) ni tampoco puede influir en su resultado al margen de las decisiones individuales de sus destinatarios. Por consiguiente, no se trata de una excepción al deber de pasividad, sino de una actuación ajena al mismo. Descartamos su posible incardinación en la excepción de buscar otras ofertas por no considerar la modificación de las características de la oferta como una novación extintiva de la oferta inicial.

Del mismo modo, están fuera del alcance objetivo de esta norma los actos encaminados a influir en la decisión de los destinatarios de la opa sobre la idoneidad de ésta tales como la emisión de opiniones negativas sobre la opa por la vía de campañas publicitarias, de *roadshows* con inversores, de notas de prensa o, simplemente, del preceptivo informe sobre la opa. El motivo es que una valoración negativa de la opa sí podría causar un resultado negativo de la misma, pero no daña el interés protegido por el deber de pasividad: no priva a los destinatarios de la opa del derecho a decidir sobre la misma. El requisito fundamental para garantizar la legalidad de estas opiniones será, naturalmente, que no entrañen un vicio del consentimiento de los destinatarios de la opa.

Además, el RD de Opas exceptúa expresamente del deber de pasividad la búsqueda de otras ofertas. Esta excepción es corolario de los deberes de lealtad y pasividad, pues carecería de sentido prohibir una actuación beneficiosa para el colectivo cuyos intereses se pretende tutelar.

La principal cuestión que suscitan las actuaciones descritas en los tres párrafos anteriores es si del derecho de realizarlas puede inferirse una obligación positiva de actuar, como sucede en otros ordenamientos de nuestro entorno. Habiendo en vuelo una oferta desventajosa o meramente mejorable, parece que el deber de lealtad se concretaría en la obligación de promover su mejora, recomendar su rechazo o buscar una oferta mejor. También es el estándar de conducta que accionistas de corte norteamericano esperan de sus gestores con independencia de la nacionalidad de la sociedad en cuestión o de las concretas previsiones aplicables. No obstante, la abstención de los administradores podría venir justificada por diversos motivos y, por ello, concluimos que deberán valorar y justificar la conveniencia de actuar en este sentido caso por caso, en atención a las particulares características de la opa (su margen de mejora), a sus probabilidades de éxito, a los recursos disponibles, a las probabilidades de éxito de la propia actuación del consejo, a las opiniones manifestadas en su caso por los destinatarios de la opa, al interés de otros inversores en la compañía o a las condiciones generales del mercado, entre otros factores.

Del alcance objetivo del deber de pasividad se deduce que las actuaciones prohibidas son competencia, cuando menos, del órgano de administración de la sociedad afectada. El legislador español extendió el alcance subjetivo de este deber a otros colectivos (a saber, a los órganos delegados o apoderados del órgano de administración de la sociedad afectada, a los



miembros de todos ellos, a las sociedades del grupo de la sociedad afectada y a quienes actuasen concertadamente con cualquiera de los anteriores). Aunque el fundamento de la extensión es —con matices— acertado, la ley no proporciona mecanismos para su exigibilidad ni en el ámbito privado, pues el funcionamiento ordinario de las sociedades no permite a otros órganos recabar según qué autorizaciones (*v. gr.*, de la junta general de la sociedad afectada) o realizar según qué actuaciones (*v. gr.*, cumplir la instrucción de un socio mayoritario en contra del interés social), ni en el ámbito público, pues el régimen de responsabilidad recogido en el RD de Opas no extiende el alcance del régimen sancionador congruentemente.

#### **Sexta.- Gestión de las actuaciones objeto del deber de pasividad.**

El alcance objetivo del deber de pasividad no conlleva una inoperancia absoluta de sus destinatarios, sino que éstos podrán, de un lado, continuar desempeñando sus cargos con normalidad en todo lo que no afecte a la opa y, de otro lado, intervenir en la fase de preparación de actuaciones objeto del deber de pasividad. Estas actuaciones pueden consistir en medidas defensivas expresamente orientadas a frustrar la opa, basadas en una valoración negativa de ésta, o en actuaciones con sentido propio, pero que reúnen la trascendencia económica o jurídica necesaria para impedir el éxito de la opa en vuelo.

Cuando los administradores de la sociedad afectada estimen oportuno llevar a cabo una actuación de esta naturaleza, deberán someterla a la consideración de la junta general de accionistas. Los administradores deberán valorar la conveniencia de proponer este tipo de actuaciones desde la óptica del interés social. A este ejercicio precederá necesariamente un análisis de la idoneidad de la opa bajo el mismo prisma. Así, valorada negativamente la opa, el consejo deberá evaluar la conveniencia de armar una estructura defensiva (frente a mantener una actitud pasiva y ceñirse a emitir una opinión negativa al respecto), decisión que debería ir ligada a la peligrosidad de la opa para los intereses en juego. Por su parte, la idoneidad de una actuación con sentido propio no partirá de la intención de frustrar la opa, sino del mayor valor sostenible para los accionistas que se espera obtener de tal actuación, aun cuando suponga el fracaso de la opa, que de la liquidación de la opa en sí.

El procedimiento para elevar una actuación capaz de impedir el éxito de una opa a la junta general de accionistas se rige por lo previsto en el RD de Opas y, subsidiariamente, en la LSC. Como singularidad, la norma especial equipara el régimen de información acerca de la propuesta de acuerdo a la modalidad más rígida contenida en la norma general: la relativa a las modificaciones estatutarias. Esta norma es fruto de la intensificación del principio de información en el ámbito de las sociedades cotizadas y, particularmente, en el contexto de una opa. Como resultado, los administradores deben, entre otros, elaborar un informe que justifique detalladamente la propuesta de acuerdo. En el informe deberá hacerse constar el sentido del voto de todos los miembros del órgano gestor, en contraste con el principio de mayoría por el que ordinariamente se aprueba este tipo de informes. Esta obligación colige de la función de

asesoramiento del informe: la opinión de la mayoría será enriquecida con las posturas minoritarias o, incluso, con los matices que deseen hacer constar los integrantes de la mayoría. La norma se refiere expresamente a “*cada uno de los administradores*”, luego consideramos que también los administradores conflictuados deberían participar en la elaboración del informe. Sería conveniente que sus opiniones fueran acompañadas de una descripción de los conflictos de interés existentes en relación con la opa en vuelo, para que los lectores del informe pudieran contextualizar las distintas opiniones emitidas, discernir posibles intereses particulares y, así, examinar correctamente la idoneidad del acuerdo propuesto.

#### **Séptima.- Posicionamiento de los administradores respecto a la opa.**

Los administradores de la sociedad afectada están obligados a pronunciarse sobre la opa, *ergo* a posicionarse al respecto, en los diez primeros días del plazo de aceptación. Además, cualquier actuación que realicen con anterioridad a este hito y que tenga trascendencia sobre la opa exigirá tal ejercicio previo; habiendo una opa en vuelo, los administradores no pueden menos que introducirla como variable en la ecuación de idoneidad de cualquier acto relevante para la sociedad. En todo caso, parece recomendable que el análisis de las ventajas e inconvenientes de una opa se inicie desde el momento en que se tenga información al respecto, con el objeto de disponer de margen de actuación frente a una operación dilatada en el tiempo, pero cuyo desarrollo puede acelerarse considerablemente desde el momento en que es autorizada por el supervisor.

La tarea de posicionarse respecto a la opa propuesta corresponde a todos los miembros del órgano de administración, con independencia de sus particulares circunstancias y su potencial incurrimento en un conflicto de interés. El motivo es sencillo: la norma impone a todos los administradores el deber de expresar su parecer sobre la opa de manera individualizada, al margen de la posición común que resulte de la suma de todas las voluntades individuales. En la medida en que se obliga también a todos ellos a pronunciarse a favor o en contra de las actuaciones con capacidad de impedir el éxito de una opa que se propongan, todos deberán realizar este ejercicio con carácter previo a la propuesta de una actuación tal. Con carácter general, todos deberían llevarlo a cabo cuando hubieran de participar en la toma de una decisión, colegiada o individual, que exigiera considerar la opa en vuelo en atención a los deberes generales de diligencia y lealtad.

Las bondades de la opa deben examinarse desde el ángulo del interés social (accionarial). Los administradores deben determinar si, en su opinión, la materialización de la opa generará más valor para sus destinatarios que el horizonte proyectado hasta ese momento por la propia sociedad. Desde la perspectiva financiera, este análisis debería realizarse comparando tres elementos: el valor de la empresa subyacente al precio de la opa, el valor que se le atribuye en atención a la estrategia empresarial del oferente y el valor que se le ha atribuido hasta entonces en atención a la estrategia actual. No obstante, los administradores también

deberían analizar el negocio proyectado desde el punto de vista empresarial y examinar su conveniencia en función de su capacidad de generar valor para los accionistas en el medio o largo plazo. Así, deberían introducir variables como el impacto de los planes del oferente en los distintos ámbitos de la sociedad afectada, incluyendo sus actividades futuras, el empleo, el patrimonio social, sus iniciativas en materia bursátil, las sinergias que puedan generarse en caso de concentración, las condiciones que en su caso impongan las autoridades competentes o la estructura accionarial y de control en caso de éxito de la opa. En caso de discrepancia entre los análisis financiero y empresarial, los administradores deberían compararlos y sopesar si, en términos agregados, la materialización de la opa redundaría en beneficio de los accionistas. En vista de la teoría de la generación de valor sostenible, deberían primar las conclusiones de la valoración empresarial de la opa. No obstante, no puede obviarse la naturaleza del negocio de la opa —una compraventa de valores— y la consiguiente configuración del precio como uno de los elementos centrales a analizar por los destinatarios de la oferta al decidir sobre su aceptación o rechazo. Por ello, es lógico e incluso recomendable que los administradores se pronuncien al respecto o, cuando menos, proporcionen a los destinatarios de la opa elementos de juicio sobre los que formarse su propia opinión (*e.g.*, las *fairness opinions* emitidas por expertos independientes), aunque el precio no sea un elemento determinante de su valoración final de la opa.

Además, el posicionamiento sobre la opa deberá efectuarse conforme al estándar del ordenado empresario. En particular, los administradores deberán adoptar una decisión informada. A fin de comparar el proyecto del oferente con el propio, los administradores deberán, por una parte, basarse en toda la información publicada por aquél (fundamentalmente, el folleto explicativo de la oferta, pero también cualesquiera otros documentos, presentaciones o comunicaciones difundidas al mercado en relación con la opa). En este sentido, el anuncio previo de la oferta, cuyo contenido no es sino un adelanto de la información que se incluirá en el folleto, permitirá a los administradores anticipar cuestiones relevantes que requieran de un mayor estudio o, incluso, de una negociación. Por otra parte, los administradores habrán de estar a la información privada de que dispongan acerca de su propia estrategia empresarial para la sociedad afectada. Así, deberían recabar la información disponible sobre las líneas estratégicas de la sociedad, el plan de negocio, las proyecciones de resultados que se hayan elaborado o las valoraciones o informes de análisis sobre la sociedad que hayan realizado terceros independientes. La comparación de estos datos con la información facilitada por el oferente les permitirá juzgar la idoneidad de la oferta para los intereses de sus destinatarios. Respecto al volumen de información necesario para cumplir el estándar de diligencia exigido, los administradores deberán asegurarse de la suficiencia de la información sobre la que basar su opinión de la opa. Los consejeros externos deberían ser excepcionalmente cautelosos, pues naturalmente dispondrán de menor detalle acerca de la sociedad afectada que los consejeros ejecutivos. No obstante, el deber de informarse no puede traducirse en la obligación de obtener cualquier información que pueda ser significativa, sino en la de recabar aquella información

que esté razonablemente a su alcance a la vista del coste y del tiempo disponible para obtenerla y que, a su juicio, sea relevante para la toma de la decisión en cuestión.

**Octava.- Obligación de los administradores de emitir un informe sobre la opa.**

Si bien la valoración de la opa corresponde en última instancia a sus destinatarios (valoración que manifestarán aceptando o rechazando la oferta), también se exige que los administradores publiquen una opinión justificada de la opa y sus repercusiones en los distintos ámbitos de la sociedad afectada, entre otras cuestiones. El fin es doble. Por un lado, se pretende que los destinatarios de la opa tomen su decisión al respecto con pleno conocimiento de causa, para lo cual se obliga al oferente a proporcionar una serie de información sobre el negocio proyectado. La opinión de los administradores de la sociedad afectada se reclama como contrapeso de la información vertida por el oferente, pues ésta, pese a ser revisada por las autoridades competentes, indudablemente estará sesgada al provenir de una parte de la operación. En definitiva, se trata de proporcionar información que en su conjunto sea integral y ecuánime con la que los titulares de valores puedan tomar una decisión de inversión fundada. Por otro lado, la opinión de los administradores se exige como parte de su función de asesoramiento a los destinatarios de la opa en la toma de una decisión al respecto. Por ello, creemos que no debería publicarse mera información objetiva, sino un auténtico juicio de valor que oriente a los decisores.

La obligación de los administradores de asesorar a los accionistas en la toma de su decisión presupone la atribución a estos últimos de la decisión última sobre la oferta. Tras esta obligación subyace la teoría de que los administradores de la sociedad afectada están en mejor situación para valorar la opa que sus destinatarios. Su posición privilegiada en el seno de la sociedad afectada les otorga un extenso e intenso conocimiento de la sociedad, su funcionamiento y, especialmente, sus proyecciones y capacidad de generar valor sostenible para los accionistas. Asimismo, se entiende que su experiencia, conocimiento y aptitudes (esto es, las cualificaciones profesionales que hayan llevado a los accionistas a depositar su confianza en ellos y encomendarles la gestión de sus intereses) contribuirán a la formación de una opinión cualificada respecto de la opa en atención a los intereses que deben promover. Esta obligación no es en absoluto contradictoria con la opción por la primacía accionarial, pues ésta no pretende dejar a los administradores al margen de las decisiones que se reserven a la junta general. Al contrario, en su condición de grupo profesional constituido en el seno de la sociedad afectada para promover los intereses de los accionistas, se les impone una función de asesoramiento; pero no por ello debe alterarse la capacidad de decisión, ni mucho menos la capacidad de inversión o desinversión de los titulares de valores de la sociedad afectada.

A los efectos de cumplir con esta obligación, los administradores deben publicar un informe en el que han de constar sus opiniones individuales sobre la opa en vuelo. Las opiniones individuales enriquecen el informe y promueven su función informativo-asesora, al

proporcionar a los destinatarios de la opa elementos adicionales de juicio sobre los que fundar su decisión de inversión. De lo contrario, los destinatarios tan solo contarían con una opinión colegiada formada por mayoría. Considerando las reglas de *quorum* y mayoría, en el caso extremo, se podría estar privando a los destinatarios de la opa de las consideraciones de más de la mitad de los gestores, en quienes también habrían depositado su confianza y, presumiblemente, cuyo criterio también interesaría conocer. La tarea de asesoramiento del órgano de administración se debilitaría sustancialmente, y todo ello en detrimento de los titulares de valores cuyos intereses se pretende proteger. Lo anterior se traduce en una suerte de exigencia de unanimidad respecto del contenido del informe (no respecto de la opinión colegiada). En efecto, los consejeros podrán no estar de acuerdo en relación con las bondades de la opa, pero habrán de estarlo respecto al contenido del informe, esto es, respecto a la correcta manifestación de las opiniones personales de cada uno de ellos acerca de la opa.

También los consejeros que se encuentren en situación de conflicto de interés deberán participar en la elaboración del informe sobre la opa. El RD de Opas omite toda referencia al deber de abstención y, sin embargo, obliga a informar de determinadas cuestiones como la existencia y naturaleza de los conflictos de interés de los administradores, los acuerdos que hayan alcanzado con el oferente, sus accionistas o administradores, y los valores de aquél que posean. Este régimen de transparencia reforzado permite a los destinatarios de la opa y lectores del informe interpretar adecuadamente los juicios de valor de los administradores y, precisamente, identificar los intereses particulares que puedan estar modulando tales juicios. En definitiva, garantiza que los administradores no se valgan de sus prerrogativas para influir en el desarrollo de la opa en beneficio propio, sin desvirtuar por ello la función del informe —función que, por otra parte, es meramente informativa y no despliega efectos jurídicos para la sociedad afectada— ni, en última instancia, el derecho de los destinatarios de la opa a decidir con pleno conocimiento de causa.

#### **Novena.- Gestión de los conflictos de interés de los administradores.**

Existe una presunción (doctrinal) de que el lanzamiento de una opa puede comprometer a los administradores de la sociedad afectada y acarrear un conflicto entre sus intereses (propios o del accionista al que representen) y los de los destinatarios de la opa. A nuestro juicio, esta presunción es discutible. El tratamiento del órgano de administración como un bloque en lo que a conflictos de interés se refiere carece de sentido, puesto que no es el órgano colegiado, sino cada uno de sus miembros, quien en función de sus circunstancias personales y profesionales puede tener intereses propios, eventualmente contrarios al social. En el caso de una opa, podrán emerger intereses particulares favorables o contrarios a su buen desenvolvimiento según la finalidad de la oferta, la identidad o los planes de los potenciales oferentes, los acuerdos que puedan alcanzarse con la sociedad afectada, sus accionistas o sus administradores, la vinculación de cada consejero con la sociedad afectada o su situación laboral, entre otros muchos posibles motivos. Ahora bien, que los motivos capaces de colocar a un administrador

en conflicto de interés sean numerosos no implica que sean generalizables o aplicables a todos los homólogos por igual. La categorización de los consejeros en función de sus vínculos con la propia sociedad, su grupo y sus accionistas refleja precisamente la conveniencia de darles un tratamiento diferenciado en el seno de la sociedad. Por lo anterior, el conflicto de interés de un determinado consejero o del accionista representado habrá de apreciarse caso por caso tras su conocimiento de la posible opa y no presumirse *ex ante*, con independencia de la situación particular del consejero o del accionista en cuestión.

En caso de conflicto de interés en relación con la opa, los administradores afectados deberán informar inmediatamente a sus homólogos. El objetivo es que éstos puedan velar por la observancia de las normas de conducta aplicables a los consejeros afectados y, además, evitar que el conflicto merme su propia imparcialidad en relación con el asunto afectado. Por ello, la comunicación debe producirse tan pronto como el consejero afectado tenga conocimiento de la existencia del conflicto o potencial conflicto con el interés social en relación con la posible opa. Puede ocurrir que un administrador tenga conocimiento del próximo o potencial lanzamiento de una opa sobre la sociedad sin que los demás administradores estén informados. De surgir un conflicto de interés de forma sobrevenida, el administrador afectado devendrá obligado a comunicarlo a los demás administradores y, por tanto, a ponerlos en conocimiento del negocio proyectado tan pronto como sea posible.

Los consejeros en conflicto de interés deberán observar el deber de abstención en la fase de deliberación y aprobación de todo acuerdo afectado por el conflicto. Este deber se traduce en la prohibición de participar en la fase preparatoria de una opa en la que intervenga la sociedad afectada, así como en la preparación y aprobación de actuaciones con capacidad de impedir el éxito de la opa. Como excepción a lo anterior, los consejeros en conflicto están obligados a participar en la elaboración tanto del informe sobre la opa como de los informes justificativos de las propuestas de actuaciones capaces de impedir el éxito de la opa. En dichos casos, se sustituye la abstención por un régimen informativo reforzado en pro del derecho de información de los destinatarios de la opa. Además, el deber de abstención no resultará aplicable a las decisiones que los administradores conflictuados puedan o deban tomar como titulares de valores de la sociedad afectada y, por ende, destinatarios individuales de la opa.

Sin perjuicio del deber de abstención, es recomendable crear una comisión *ad hoc* en el seno del consejo de administración de la sociedad afectada, formada exclusivamente por consejeros no conflictuados (idealmente, todos independientes), a la que se encomiende el seguimiento de la opa real o potencial y en la que se deleguen determinadas facultades relacionadas con ella. El objetivo es que toda decisión relativa a la operación sea adoptada por quienes estén en mejor posición de tutelar el interés social en cada momento, sin perjuicio, naturalmente, del reparto legal de competencias. La comisión podrá funcionar conforme a las mismas reglas aplicables al funcionamiento del consejo y deberá mantener a éste informado de su quehacer en aras del derecho y deber de información de los administradores y, en esencia, de su deber de diligencia.

**Décima.- Tratamiento de la información confidencial en el marco de una opa.**

Los administradores están vinculados por un deber de secreto que cobra singular relevancia en el contexto de una opa. La información privada de la que dispongan puede, además, ser privilegiada por su capacidad de influir en el precio de los valores afectados. Ante el anuncio de una opa, el mercado tiende a calentarse y los precios de cotización tienden a igualar la contraprestación ofrecida. Cualquier información que afecte a la opa o las perspectivas de éxito o de fracaso de ésta puede alterar significativamente estos precios. Lo mismo sucederá con cualquier información acerca del posible lanzamiento de una opa en gestación. Por ello, los administradores deberán extremar las medidas de salvaguarda de esta información y poner todos los medios a su alcance para que terceros con acceso a ella cumplan su deber de confidencialidad legal o, más frecuentemente, contractual.

Respecto a la aplicabilidad del deber de secreto *vis-à-vis* los restantes miembros del órgano de administración, por una parte, y el accionista representado en el consejo, por otra, con carácter general, defendemos que los administradores deberían compartir con sus homólogos aquella información que recibieran por razón de sus cargos de administradores y podrían transmitir al accionista representado, en su caso, aquella otra información a la que accedieran con motivo de su vínculo con el accionista en cuestión.

Por otra parte, es frecuente que los administradores de la sociedad afectada entablen conversaciones con un oferente o potencial oferente con el fin de negociar las características de la operación proyectada. Antes de facilitar información privada a cualquier oferente, real o potencial, en el marco de unas negociaciones de este tipo, los administradores de la sociedad afectada deberán tener en cuenta los principios de igualdad informativa recogidos tanto en la normativa de opas como en la de abuso de mercado. Primero, deberán considerar el derecho de otros oferentes, reales o potenciales, de solicitar acceso a la información facilitada a alguno de sus “rivales”, derecho que habrá de ser satisfecho siempre que se cumplan los requisitos impuestos al efecto. Mediante esta igualdad informativa se pretende equiparar las posibilidades de éxito de las distintas ofertas que se formulen o puedan formular sobre una misma sociedad. Y segundo, los administradores de la sociedad afectada deberán tener en cuenta la obligación de hacer pública toda información que se haya compartido con un oferente antes del fin del plazo de aceptación de su oferta. En este caso, se trata de situar en igualdad de condiciones a las contrapartes de la opa (esto es, al oferente y los posibles vendedores). En definitiva, el espectro de sujetos con derecho a recibir según qué información privada puede extenderse considerablemente en el transcurso de una opa. Urge considerar esta posibilidad *ab initio* a fin de preservar la información privada de la sociedad y el valor que representa.

Asimismo, es habitual que, en el contexto de una operación relevante como puede ser la preparación de una opa o bien la realización de alguna actuación con eventual impacto en una opa ya lanzada, los administradores hagan un *roadshow* de inversores para sondear las probabilidades de éxito de la operación o actuación contemplada y, en su caso, las condiciones

necesarias para obtener su beneplácito. Este sistema —que está convirtiéndose en el principal mecanismo de participación de los accionistas en los asuntos sociales más allá de su intervención anual en la junta general— permite identificar los intereses accionariales y evita consumir recursos “a ciegas”. La dificultad reside en valorar qué información privada puede compartirse con los accionistas contactados sin vulnerar el principio de igualdad de trato de los accionistas. Cualquier información compartida con un grupo reducido de accionistas que les ayude a adoptar una decisión de aceptación o rechazo de la opa los situará en una posición privilegiada con respecto a los restantes destinatarios de la oferta. Esta información debería entonces hacerse pública o, de ser su publicidad perjudicial para el interés social, mantenerse totalmente privada. Además, en el caso de que la información reuniera la condición de privilegiada, podrían llegar a la paradójica situación de no poder operar con los valores de la sociedad afectada, ni siquiera para aceptar la opa. Así las cosas, es habitual que los propios inversores rechacen la recepción de información privilegiada. Aun así, los administradores no deberían compartir información de esta naturaleza en el contexto de un *roadshow* de inversores si no es su intención publicarla antes del fin del plazo de aceptación de la opa.

#### **Undécima.- Regímenes de responsabilidad administrativa y civil de los administradores.**

La responsabilidad de los administradores de la sociedad afectada por incumplimiento de sus deberes en el marco de una opa será cualitativamente muy relevante, pues cualquier actuación puede tener un impacto significativo y directo en el resultado de la opa y, por tanto, en los intereses del conjunto de accionistas y del mercado en general.

Desde la perspectiva administrativa, las opas están sometidas al régimen de supervisión, inspección y sanción general de los mercados de valores. No obstante, no conocemos ningún expediente sancionador en materia de incumplimiento de los deberes de los administradores de la sociedad afectada. Los motivos son dos. Primero, las opas son procedimientos extraordinariamente reglamentados. Y, segundo, el desarrollo de toda opa formulada en España es escrupulosamente escrutado por la CNMV y por el mercado. El énfasis que pone la autoridad competente en la labor preventiva limita la posibilidad de que se incumplan las reglas aplicables en materia de opas o, cuando menos, de que cualquier incumplimiento quede sin subsanar. Sin perjuicio de lo anterior, convendría una revisión del TRLMV encaminada a perfilar y desglosar las conductas típicas y a mejorar la proporcionalidad entre cada infracción y su correspondiente sanción.

Desde la perspectiva civil-mercantil, la responsabilidad de los administradores se rige por las normas societarias generales. Si bien nuestro ordenamiento proporciona distintos mecanismos para exigir responsabilidad en el ámbito privado, y si bien doctrina y jurisprudencia se han esforzado por nutrir y desarrollar estos mecanismos, la prueba de los distintos presupuestos de la responsabilidad (el daño, la conducta ilícita, el nexo causal y el dolo o la culpa) reduce notablemente la efectividad de este régimen legal. Factores como la



dimensión bursátil de la opa, la multiplicidad de partes en la operación o el margen de discrecionalidad del supervisor dificultan la definición más o menos ajustada del “decurso normal de las cosas” y, por tanto, la medición de la desviación presuntamente causada por la actuación ilícita. En otras palabras, la difícil suposición de la situación patrimonial en circunstancias “normales” dificulta la prueba tanto del daño como del nexo causal, presupuestos imprescindibles para el ejercicio de las acciones de responsabilidad.

Además, la prueba de la ilicitud en sí de una conducta se complica cuando se trata de una infracción de los deberes generales de los administradores. Respecto al deber de diligencia, su abstracta regulación y su concepción como una obligación de medios facilitan la ruptura de la presunción de culpa. En cuanto al deber de lealtad, el problema reside en demostrar la concurrencia de una motivación ilícita, pues no todos los conflictos de interés son tan evidentes como puede imaginarse.

Por todo lo anterior, es difícil concebir escenarios en los que los administradores de la sociedad afectada por una opa vayan a responder de acuerdo con el régimen de responsabilidad civil. Más plausible parece “el voto con los pies” —la desinversión, ya sea preventiva o reactiva—, la no renovación del cargo de administración o, todo lo más, la separación *ad nutum*. En todo caso, la estrecha labor de supervisión de la CNMV reduce la posibilidad de que se produzcan conductas ilícitas y se causen daños, lo que limita la necesidad de las partes afectadas de recurrir al régimen de responsabilidad civil.

## BIBLIOGRAFÍA

### I. LIBROS Y ARTÍCULOS DE REVISTA

AA.VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada. Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de febrero de 2015* (coord. Roncero Sánchez, A.), Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2016.

AA.VV., *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Arias Varona, F.J., Recalde Castells, A.), Madrid: Dykinson, S.L., 2015.

AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas: El proceso de adaptación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en España e Italia* (dirs. Abriani, N., Embid Irujo, J.M., coords. Emparanza Sobejano, A., Boquera Matarradona, J.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2011.

AA.VV., “Is the board neutrality rule trivial? Amnesia about corporate law in European Takeover Regulation”, *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, Londres, 2011, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1799291](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799291) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

ABEL LLUCH, X., “La prueba de la indemnización de los daños y perjuicios: daño emergente, lucro cesante y daño moral”, *Práctica de Tribunales 109*, 2014 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 4314/2014) el 19 de julio de 2018].

ACOSTA ÁLVAREZ, T.J., “La *due diligence* legal previa a la adquisición de empresa” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (dir. Sebastián Quetglas, R.), 2ª edición, Madrid: Wolter Kluwers, 2018, pp. 65 y ss.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., “Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 719 y ss.

ALBIÑANA CILVETI, I., “La reciente doctrina jurisprudencial de la cláusula *rebus sic stantibus* y su aplicación a las operaciones inmobiliarias”, *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, núm. 49, 2018, pp. 115 y ss.

ALBIÑANA CILVETI, C., PLASENCIA SÁNCHEZ, F., “OPAS por control indirecto: limitaciones a la actuación del oferente. Conflicto de intereses para la aprobación del informe del Consejo” en

AA.VV., 2009. *Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2008 de los grandes despachos*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 6613/2011) el 1 de febrero de 2018].

ALCALÁ DÍAZ, M.A., “El interés social en la sociedad anónima cotizada. Nuevas perspectivas para un concepto clásico del Derecho de sociedades” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 45 y ss.

ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los mercados de valores”, *RDBB 110*, 2008, pp. 87 y ss.

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid: Civitas, 1995.

ALFONSO SÁNCHEZ, R., “Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad: artículo 228” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (coord. Hernando Cebriá, L.), Barcelona: Bosch, 2015, pp. 187 y ss.

ALONSO LEDESMA, C., “Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente” en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea: Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid: Civitas, 1991, pp. 31 y ss.

ALONSO UREBA, A., “La posición del consejo en los supuestos de intervención de la junta en asuntos de gestión o administración extraordinaria” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 81 y ss.

– “El gobierno de las grandes empresas (Reforma legal versus códigos de conducta)” en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. Esteban Velasco, G.), Madrid: Marcial Pons, 1999, pp. 95 y ss.

ALONSO UREBA, A., PALÁ LAGUNA, R., “La posición común de la Unión Europea en materia de OPAS (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 3, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 2471 y ss.

ÁLVAREZ BARTOLOMÉ, S., “Los conflictos en los grupos de sociedades como consecuencia de instrucciones perjudiciales en sociedades filiales con accionistas minoritarios”, *La Ley Mercantil 39*, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 12176/2017) el 7 de diciembre de 2017].

AMESTI MENDIZÁBAL, C., “Un apunte sobre la diligencia debida de las grandes sociedades: la regulación francesa” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 103 y ss.

ARANBURU URIBARRI, E., “Alcance del deber de secreto de los consejeros dominicales”, *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil* 9, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 19 de abril de 2018].

ARANGUREN URRIZA, F.J., “Régimen general de la responsabilidad civil de los administradores de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada: causas, efectos y extinción” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital* (dir. Bolás Alfonso, J.), Madrid: estudios de derecho judicial, núm. 24, 2000, pp. 17 y ss.

ARMENDARIZ ROMÁN, J., “Las instrucciones de la junta y la responsabilidad de los administradores a la luz de la reciente reforma en materia de gobierno corporativo” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades* (dir. Emparanza Sobejano, A.), Madrid: Marcial Pons, 2018, pp. 77 y ss.

ASENJO RODRÍGUEZ, E., “El deber de lealtad del administrador y su contenido”, *La Ley Mercantil* 44, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 1379/2018) el 6 de mayo de 2018].

BAINBRIDGE, S., “The Geography of Revlon-land”, *Fordham Law Review*, vol. 81, 2013, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2115769](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2115769) [fecha de consulta: 19 de septiembre de 2018].

- “Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions”, *Research Handbook on Shareholder Power and Activism*, 2013, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2298415&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2298415&download=yes) [fecha de consulta: 2 de noviembre de 2018].
- “Director primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, *University of California Los Angeles School of Law Research Paper Review*, 2002, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=300860](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300860) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].
- “Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis”, *University of Cincinnati Law Review* 68, 2000, pp. 1023 y ss.

BARRY, J.M., HATFIELD, W., “Pills and partisans: understanding takeover defenses”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, núm. 3, 2012, pp. 633 y ss.

BAYNE, D., “Philosophy of corporate control”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 112, 1963, pp. 22 y ss., disponible en [https://scholarship.law.upenn.edu/penn\\_law\\_review/vol112/iss1/2/](https://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol112/iss1/2/) [fecha de consulta: 16 de octubre de 2018].

BEBCHUK, L.A., “The case for increasing shareholder power”, *Harvard Law Review*, vol. 118, 2005-2006, pp. 833 y ss.

BEBCHUK, L., BRAV, A., JIAN, W., “The long-term effects of hedge fund activism”, *Columbia Law Review* 115, 2015, pp. 1085 y ss.

BENEYTO, J.M., PUENTE, J., “Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado”, *Documentos de trabajo de la Universidad San Pablo CEU*, Madrid: Instituto de Estudios Europeos, 2005.

BERGER, D., “A comparative analysis of takeover regulation in the European Community”, *Law and Contemporary Problems* 55, 1992, pp. 53 y ss.

BERLE, A., “Price of Power: Sale of Corporate Control”, *Cornell Law Review*, vol. 50, núm. 4, 1965, pp. 628 y ss.

– “«Control» in corporate law”, *Columbia Law Review*, vol. 58, 1958, pp. 1212 y ss.

BERLE, A., MEANS, G., *The Modern Corporation & Private Property*, Estados Unidos: Transaction Publishers, 1991.

BERROCAL LANZAROT, A.I., “La responsabilidad civil de los administradores sociales”, *Actualidad Civil* 16, Sección Informe de Jurisprudencia, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 9757/2010) el 7 de diciembre de 2017].

BONHAGE, J., JUNGKIND, V., “Germany” en AA.VV., *The Foreign Investment Regulation Review* (ed. Goldman, C.), 5ª edición, Londres: Law Business Research, 2017, pp. 96 y ss., disponible en <https://thelawreviews.co.uk/edition/1001078/the-foreign-investment-regulation-review-edition-5> [fecha de consulta: 30 de julio de 2018].

BOLDÓ RODA, C., “Deber de evitar situaciones de conflicto de interés y personas vinculadas a los administradores: artículos 229 y 231” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (coord. Hernando Cebriá, L.), Barcelona: Bosch, 2015, pp. 241 y ss.

BOOTH, R., “Majority of the minority voting and fairness in freeze-out mergers”, *Villanova Law Review Online: Tolle Lege* 87, 2014, pp. 87 y ss.

BRENES CORTÉS, J., “La responsabilidad del representante persona física del administrador persona jurídica” en AA.VV., *Estudios sobre la responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital a la luz de sus recientes reformas legislativas y pronunciamientos judiciales* (dirs. Díaz Moreno, A., Vázquez Cueto, J.C.), Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2018, pp. 79 y ss.

BROWN, J.R., “Speaking with Complete Candor: Shareholder Ratification and the Elimination of the Duty of Loyalty”, *Hastings Law Journal* 54, 2002-2003, pp. 641 y ss.

CAMPOS ACUÑA, M.C., “Principios de la potestad sancionadora” en AA.VV., *Comentarios a la Ley 40/2015 de Régimen Jurídico del Sector Público* (dir. Campos Acuña, M.C.), 1ª edición, Madrid: Wolters Kluwer, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 2384/2017) el 5 de junio de 2018].

CAÑO PALOP, J.R., “Artículo 49. Supervisión, inspección y sanción” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 993 y ss.

CAPILLA CASCO, A., “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes. Su problemática contenciosa”, en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (dir. Sebastián Quetglas, R.), 2ª edición, Madrid: Wolter Kluwers, 2018, pp. 99 y ss.

CATRAIN, L., THEODOROPOULOU, E., “EU Overview” en AA.VV., *The Foreign Investment Regulation Review* (ed. Goldman, C.), 5ª edición, Londres: Law Business Research, 2017, pp. 77 y ss., disponible en <https://thelawreviews.co.uk/edition/1001078/the-foreign-investment-regulation-review-edition-5> [fecha de consulta: 30 de julio de 2018].

CLOIDT-STOTZ, J., “Germany” en AA.VV., *Memento Takeover bids in Europe. The Takeover Directive and its implementation in the Member States* (eds. Maul, S., Muffat-Jeandet, D., Simon, J.), 1ª edición, Friburgo: Editions Francis Lefebvre, 2008, pp. 263 y ss.

COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance”, *Columbia Law Review*, vol. 84, núm. 5, junio 1984, pp. 1145 y ss.

CONAC, P.H., “Directors’ duties in group companies – legalizing the interest of the group at the European level”, *European Company and Financial Law Review* 10, 2013, disponible en <https://doi.org/10.1515/ecfr-2013-0194> [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].

CONDE VIÑUELAS, V., GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P., “La reforma del régimen de ofertas competidoras” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (coords. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 557 y ss.

CURTO POLO, M., “Artículo 514. Ejercicio del derecho de voto por administrador en caso de solicitud pública de representación” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 3344 y ss.

DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Madrid: Civitas, 1993.

DE CARLOS BERTRÁN, L., DE CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una opa”, *RDBB* 46, 1992, pp. 523 y ss.

DE CARLOS BERTRÁN, L., NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., “Las opas competidoras en el Real Decreto 1066/2007”, *RMV* 5, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 18015/2009) el 26 de abril de 2018].

DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El acceso de potenciales inversores a información no pública de una sociedad cotizada” en AA.VV., 2015. *Práctica mercantil para abogados*, 1ª edición, Madrid: La Ley [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 3937/2015) el 17 de abril de 2018].

DE DIOS MARTÍNEZ, L., APILÁNEZ PÉREZ DE ONRAITA, E., “Las comisiones de fusión” en AA.VV., 2012. *Práctica mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2011 en los grandes despachos*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2012 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 16395/2012) el 1 de febrero de 2018].

DEL VAL TALENS, P., “El ejercicio de las facultades de los administradores con fines adecuados: análisis del artículo 228.a) LSC”, *RdS* 50, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 26 de septiembre de 2018].

DÍAZ MORENO, A., “Adquisición de sociedades cotizadas” en AA.VV., *Adquisiciones de empresas* (dirs. Carrasco Perera, A., Álvarez Arjona, J.M.), 4ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2013, pp. 725 y ss.

DÍAZ RUIZ, E., “La utilización de instrumentos financieros derivados en las tomas de control de empresas” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (dir. Sebastián Quetglas, R.), 2ª edición, Madrid: Wolter Kluwers, 2018, pp. 625 y ss.

DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., “Artículo 1258. Efectividad de los contratos” en AA.VV., *Comentario del Código Civil* (dirs. Paz-Ares Rodríguez, C., Bercovitz Rodríguez-Cano, R., Díez-Picazo Ponce de León, L., Salvador Cordech, P.), 1ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2015 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 18 de abril de 2018].

– *La doctrina de los actos propios. Un estudio crítico sobre la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Navarra: Civitas, 2014.

– *Derecho de daños*, Madrid: Civitas, 1999.

EASTERBROOK, F., FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Londres: Harvard University Press, 1991.

– “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, *Virginia Law Review* 70, 1984, pp. 669 y ss.

– “Corporate Control Transactions”, *The Yale University Journal*, vol. 91, núm. 4, marzo 1982, pp. 698 y ss.

- “The proper role of target’s management in responding to a tender offer”, *Harvard Law Review* 94, 1981, pp. 1161 y ss.

EISENBERG, M.A., “An Overview of the Principles of Corporate Governance”, *Business Lawyer* (ABA), vol. 48, agosto 1993, pp. 1271 y ss.

EMBID IRUJO, J.M., “La ordenación jurídica de los grupos de sociedades: del interés del grupo a la tutela de los socios externos” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades* (dir. Emparanza Sobejano, A.), Madrid: Marcial Pons, 2018, pp. 17 y ss.

- “Concepto, delimitación y tipología de las sociedades de capital” en AA.VV., *Derecho de sociedades de capital. Estudio de la Ley de sociedades de capital y de la legislación complementaria* (dir. Embid Irujo, J.M., coords. Ferrando Villalba, M.L., Hernando Cebriá, L., Martí Moya, V.), Madrid: Marcial Pons, 2016, pp. 13 y ss.

EMBID IRUJO, J.M., SALAS FUMÁS, V., “El gobierno de los grupos de sociedades”, *Documentos de trabajo Laboratorio de Alternativas* 64, 2015, disponible en [http://www.fundacionalternativas.org/public/storage/laboratorio\\_documentos\\_archivos/xmlim-port-UkUNAI.pdf](http://www.fundacionalternativas.org/public/storage/laboratorio_documentos_archivos/xmlim-port-UkUNAI.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].

ESTEBAN VELASCO, G., “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 6ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2016, pp. 189 y ss.

- “Artículo 234. Competencia del órgano de administración” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1682 y ss.
- “La administración de las sociedades de capital”, *RdS* 36, 2011, pp. 149 y ss.
- “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 3ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2009, pp. 166 y ss.
- “La acción social y la acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital* (dir. Bolás Alfonso, J.), Madrid: estudios de derecho judicial, núm. 24, 2000, pp. 59 y ss.

FEMENÍA LÓPEZ, P., *Criterios de delimitación del lucro cesante extracontractual*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2010.

FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del derecho societario español”, *RdS* 2, 2004, pp. 87 y ss.



FERNÁNDEZ TORRES, I., “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada” en AA.VV., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición* (dirs. Beneyto, J.M., Largo, R.), Barcelona: Bosch, 2009, pp. 503 y ss.

- “Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas”, *RDBB 110*, 2008, pp. 7 y ss.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Artículo 46. Igualdad informativa” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 925 y ss.

- “Artículo 42. Condiciones de la oferta competidora” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 862 y ss.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de sociedades*, vol. I, Valencia: Tirant lo Blanch, 2010.

- “La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas” en AA.VV., *La Sociedad Cotizada* (coords. Vives, F., Pérez-Ardá, J.), Madrid, Barcelona: Marcial Pons, 2006, pp. 31 y ss.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., VICENT CHULIÁ, F., “Internet y Derecho de Sociedades. Una primera aproximación”, *RDM 237*, 2000, pp. 915 y ss.

FUENTE GUTIÉRREZ, J., “El deber de los administradores de asistir a la Junta General”, *La Ley Mercantil 27*, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 5891/2016) el 15 de febrero de 2018].

GALLARDO CASTILLO, M.J., “Especialidades del procedimiento sancionador” en AA.VV., *Instituciones de procedimiento administrativo común. Novedades de la Ley 39/2015 del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas* (dirs. Rivero Ortega, R., Calvo Sánchez, M.D., Fernando Pablo, M.M.), Portugal: Juruá, 2016, pp. 219 y ss.

GALLEGO CÓRCOLES, A., *La Intervención de la Junta General de Accionistas ante la Formulación de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones*, Navarra: Thomson-Aranzadi (monografía asociada a RdS), 2013.

GALLEGO SÁNCHEZ, E., *El Director General de las Sociedades Anónimas y de Responsabilidad Limitada*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 10517/2011) el 12 de diciembre de 2017].

GARCÍA ÁLVAREZ, B., “El deber de secreto de los administradores y el derecho de información del socio: un conflicto abierto”, *Derecho de los Negocios 254*, 2011 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 17717/2011) el 19 de abril de 2018].

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión de los emisores de retrasar la difusión de información privilegiada”, *RMV 21*, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 18720/2017) el 8 de febrero de 2018].

- “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (dir. Sebastián Quetglas, R.), 2ª edición, Madrid: Wolter Kluwers, 2018, pp. 45 y ss.
- “Artículo 5. Cómputo de los derechos de voto” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 144 y ss.
- “Artículo 24. Informe del órgano de administración de la sociedad afectada” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 385 y ss.
- “Artículo 28. Limitación a la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 613 y ss.
- “El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA”, *RMV 2*, 2008, pp. 89 y ss.
- *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid: Civitas, 1999.
- *La OPA obligatoria*, Madrid: Civitas, 1996.
- “El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinar de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, *RDBB 47*, 1992, pp. 665 y ss.

GARCÍA MANDALONIZ, M., “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”, *RdS 54*, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 10 de enero de 2019].

GARCÍA MARTÍNEZ, L.M., “Transparencia e implicación accionarial (consideraciones preliminares a la reforma de la Directiva 2007/36/CE)”, *RMV 20*, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 9114/2017) el 11 de enero de 2018].

GARCÍA PÉREZ, R., “Los acuerdos por escrito de los socios: especial referencia al Derecho alemán y británico”, *RdS 36*, 2011, pp. 313 y ss.

GARCÍA RUBIO, M.P., OTERO CRESPO M., “La responsabilidad precontractual en el Derecho contractual europeo”, *InDret: Revista para el análisis del Derecho 2*, 2010, disponible en [http://www.indret.com/pdf/731\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/731_es.pdf) [fecha de consulta: 8 de febrero de 2018].

GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A., “Artículo 197. Derecho de información en la sociedad anónima” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1385 y ss.

GARCÍA-VILLARUBIA BERNABÉ, M., “Régimen de Supervisión, Inspección y Sanción aplicable a las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, *RMV* 6, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 408/2010)].

GARNICA MARTÍN, J.F., “La prueba del lucro cesante”, *Práctica de Tribunales* 37, 2007 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 1101/2007) el 18 de junio de 2018].

GARRIDO GARCÍA, J.M., “Tácticas defensivas y OPAs transfronterizas en la Unión Europea” en AA.VV., *La internalización del Derecho de sociedades*, España: Atelier, 2010, pp. 21 y ss.

- “Una acción, un voto: el principio de proporcionalidad de capital y control en la Unión Europea” en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (coords. Sáenz García de Albizu, J.C., Oleo Banet, F., Martínez Flórez, A.), Navarra: Civitas, 2010, pp. 277 y ss.
- “El deber de neutralidad” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (coords. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 493 y ss.
- “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 3, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 2719 y ss.

GASCÓN ABELLÁN, M., “Prueba de la causalidad en pleitos de daños y «pérdida de oportunidad»” en AA.VV., *Derecho de daños* (coord. Herrador Guardia, M.J.), Madrid: Sepin, 2011, pp. 195 y ss.

GILSON, R., GORDON, J., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law and Economics Working Paper* 438, 2013, disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2206391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391) [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].

GILSON, R., KRAAKMAN, R., “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: the Hindsight Bias”, *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series* 446, 2003, disponible en [http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1234&context=harvard\\_olin](http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1234&context=harvard_olin) [fecha de consulta: 6 de marzo de 2018].

- “The Mechanisms of Market Efficiency”, *Virginia Law Review* 70, 1984, pp. 549 y ss.

GÓMEZ POMAR, F., SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos”, *RMV I*, 2007, pp. 131 y ss.

GONDRA ROMERO, J.M., “100 años de debate sobre el “gobierno corporativo”: la importancia del contexto”, *RdS* 52, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 26 de septiembre de 2018].

GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C., DORREGO DE CARLOS, A., “El sistema español de gobierno corporativo”, *Diario La Ley I*, 2005 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 846/2005) el 11 de enero de 2018].

GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “La acción individual de responsabilidad contra los administradores de las sociedades de capital. Por fin una solución legislativa sobre su régimen jurídico” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital* (dirs. González Fernández, M.B., Cohen Benchetrit, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2018, pp. 1297 y ss.

- “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad. Solidaridad: artículos 236 y 237. Otras acciones por infracción del deber de lealtad: artículos 227.2 y 232” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (coord. Hernando Cebriá, L.), Barcelona: Bosch, 2015, pp. 307 y ss.

GUERRA MARTÍN, G., “La posición jurídica de los administradores de sociedades de capital” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de sociedades de capital* (coord. Guerra Martín, G.), Madrid: La Ley, 2011 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 22210/2011) el 1 de febrero de 2018].

- “Los puntos de partida” en GUERRA MARTÍN, G., *Las limitaciones estatutarias al número máximo de votos en las sociedades cotizadas*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 11649/2011) el 1 de febrero de 2018].

GULLIFER, L., PAYNE, J., *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, 2ª edición, Londres: Bloombury, 2011.

HABERSTROH, J., “Activist Institutional Investors, Shareholder Primacy, and the HP-Compaq Merger”, *Hamline Journal of Public Law & Policy* 24, 2002, pp. 65 y ss.

HALLETT CHARRO, R., “Due diligence” en AA.VV., *Adquisiciones de empresas* (dirs. Carrasco Perera, A., Álvarez Arjona, J.M.), 4ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2013, pp. 187 y ss.

HANNES, S., “The market for takeover defenses”, *Northwestern University Law Review*, vol. 101, 2007, pp. 125 y ss.

HANSMANN, H., KRAAKMAN, R., “Towards a single model of corporate law?” en AA.VV., *Corporate governance regimes. Convergence and diversity*, Oxford, 2002, pp. 56 y ss.

HERNÁEZ PÉREZ-IRIONDO, I., “Acciones especiales en caso de infracción de los deberes de lealtad” en AA.VV., *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo: Ley 31/2014, de reforma de la Ley de sociedades de capital* (eds. Arias Varona, F.J., Recalde Castells, A.), Madrid: Dykinson, S.L., 2015, pp. 101 y ss.

HERNÁNDEZ JIMÉNEZ, H.M., “Aplicación práctica de los principios de la potestad sancionadora de la Administración en la nueva Ley 40/2015”, *Actualidad Administrativa* 2, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 417/2017) el 5 de junio de 2018].

HERNANDO CEBRIÁ, L., “The Spanish and the European Codification of the Business Judgement Rule”, *European Company and Financial Law Review* 15-1, 2018, pp. 41 y ss.

- “El deber de diligencia: artículo 225” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (coord. Hernando Cebriá, L.), Barcelona: Bosch, 2015, pp. 59 y ss.
- *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital. Control societario y los abusos de mayoría, de minoría y de igualdad*, Barcelona: Bosch, 2013.

HERRERO MORANT, R., “Últimas tendencias del gobierno corporativo en relación a los inversores institucionales”, *RMV* 23, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Smarteca el 9 de enero de 2019].

HO, V.H., “Comply or Explain and the Future of Non-Financial Reporting”, *Lewis & Clark Law Review* 21, 2017, pp. 317 y ss.

HOPT, K., “Takeover defenses in Europe: A comparative, theoretical and policy analysis”, *Columbia Journal of European Law*, 2014, vol. 20, pp. 249 y ss.

IRACULIS, N., “Estudio del concepto de “interés del grupo”: el interés del grupo no se identifica con el interés de la sociedad dominante” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital* (dirs. González Fernández, M.B., Cohen Benchetrit, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2018, pp. 403 y ss.

JARAMILLO JARAMILLO, C.I., *La doctrina de los actos propios. Significado y proyección de la regla venire contra factum proprium en el ámbito contractual*, Madrid: La Ley, 2014.

JIMÉNEZ-BLANCO, G., “OPA y régimen sancionador. (I) Sanciones administrativas” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (coords. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 621 y ss.

- “Artículo 16. Anuncio de la oferta” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 385 y ss.
- “Artículo 18. Contenido del folleto” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 407-416.

JOHNSON, L., “Corporate Takeovers And Corporations: Who Are They For”, *Washington and Lee Law Review*, vol. 43, núm. 2., 1986, pp. 781 y ss., disponible en <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2873&context=wlulr> [fecha de consulta: 16 de octubre de 2018].

JOHNSON, L., MILLON, D., “Misreading the Williams Act”, *Michigan Law Review*, vol. 87, junio 1989, pp. 1862 y ss.

JOHNSTON, A., “Takeover regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code”, *The Cambridge Law Journal*, 2007, pp. 422 y ss.

JUSTE MENCÍA, J., “La legitimación de la minoría y de los acreedores para el ejercicio de la acción social” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 6ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2016, pp. 141 y ss.

- “Limitaciones al poder de representación del factor en el giro o tráfico del establecimiento. Actuación del administrador societario en calidad de factor” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 1351 y ss.

JUSTE MENCÍA, J., RENTERÍA TAZO, A., “Obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada por una OPA”, *Noticias de la Unión Europea* 285, 2008, pp. 105 y ss.

KIRCHNER, C., PAINTER, R., “Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform”, *American Journal of Comparative Law* 50, 2002, pp. 451 y ss.

KOLB, A., “Implicaciones jurídicas derivadas del deber de lealtad sobre la actuación de los miembros del Consejo de Administración en un supuesto de fusión de una sociedad con su accionista mayoritario” en AA.VV., *2010. Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 13854/2001) el 10 de enero de 2018].

LANGWOORT, D., “Agency Law inside the Corporation: Problems of Candor and Knowledge”, *University of Cincinnati Law Review* 71, pp. 1187 y ss.

LARA, R., “La acción social de responsabilidad: ejercicio por la sociedad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 6ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2016, pp. 103 y ss.

LARGO GIL, R., “La Junta universal sin sesión” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 501 y ss.

LEECH, N., MUNDHEIM, R., “The Outside Director of the Publicly Held Corporation”, *Business Lawyer (ABA)* 31, 1976, pp. 1799 y ss.

LEL, U., MILLER, D., “Does takeover activity cause managerial discipline? Evidence from international M&A laws”, *The Review of Financial Studies*, vol. 28, 2015, pp. 1588 y ss.

LEÓN SANZ, F.J., “El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas”, *Diario La Ley* 8109, 2013 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 3240/2013) el 11 de enero de 2018].

LIPTON, M., “Takeover bids in the target’s boardroom”, *Business Lawyer (ABA)* 35, 1979, pp. 101 y ss.

LÓPEZ MESA, M.J., ROGEL VIDE, C., *La doctrina de los actos propios. Doctrina y jurisprudencia*, Madrid: Editorial Reus, S.A., 2005.

LLEBOT MAJO, J.O., “Los deberes y la responsabilidad de los administradores” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 6ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2016, pp. 21 y ss.

– *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid: Civitas-Estudios de Derecho Mercantil, 1996.

MACEY, J., “The legality and utility of the shareholder rights bylaw”, *Hofstra Law Review*, vol. 26, 1998, pp. 835 y ss.

MAGRO SERVET, V., “Tratamiento jurisprudencial del lucro cesante en la responsabilidad por daños”, *Práctica de Derecho de Daños* 42, 2006 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 2385/2006) el 19 de julio de 2018].

MANNE, H., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *The Journal of Political Economy*, vol. 73, 2, abril 1965, pp. 110-120, disponible en <https://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/Manne.pdf> [fecha de consulta: 15 de octubre de 2018].

MARÍN DE LA BÁRCENA, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Madrid: Marcial Pons, Colección Garrigues, 2005.

MARTÍNEZ GUTIÉRREZ, A., *La representación orgánica y voluntaria en las sociedades de capital (Delimitación y concurrencia)*, Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España de Bolonia de Cometa, S.A., 2005.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., “El derecho de información del socio minoritario de la sociedad dominante sobre la filial. Su posible ampliación a través de los puntos informativos en el orden del día propuestos por las minorías de socios” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades* (dir. Emparanza Sobejano, A.), Madrid: Marcial Pons, 2018, pp. 45 y ss.

- “Reformas en materia de derecho de información (modificación del art. 197.4 LSC)” en AA.VV., *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012)* (dirs. Rodríguez Artigas, F., Farrando Miguel, O., González Castilla, F.), 2ª edición, Navarra: Thomson Reuters, 2012, pp. 426 y ss.
- “Ejercicio del derecho de información del accionista” en AA.VV., *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012)* (dirs. Rodríguez Artigas, F., Farrando Miguel, O., González Castilla, F.), 2ª edición, Navarra: Thomson Reuters, 2012, pp. 569 y ss.
- *El derecho de información del accionista en la sociedad anónima*, Madrid: McGraw-Hill, 1999.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., MARTÍNEZ ROSADO, J., “La convocatoria de la junta de sociedad cotizada” en AA.VV., *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012)* (dirs. Rodríguez Artigas, F., Farrando Miguel, O., González Castilla, F.), 2ª edición, Navarra: Thomson Reuters, 2012, pp. 467 y ss.

MARTÍNEZ SANZ, F., “Ámbito subjetivo de la responsabilidad” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 3ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2009, pp. 55 y ss.

- “Régimen interno y delegación de facultades en el consejo de administración de la sociedad anónima” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 1739 y ss.

MARTÍNEZ SANZ, F., BARTLE, M., “Los administradores responsables” en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (dirs. Rojo, A., Beltrán, E.), 6ª edición, Valencia: Tirant lo Blanch, 2016, pp. 65 y ss.

MARTÍNEZ-GIJÓN MACHUCA, P., “La responsabilidad de los administradores en los grupos de sociedades: reflexiones en torno a la sentencia del Tribunal Supremo de 11 de diciembre de 2015”, *La Ley Mercantil* 26, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 4281/2016) el 7 de diciembre de 2017].

MATEU DE ROS CEREZO, R., “Principio de igualdad de trato de los accionistas conforme a la ley 3/2009: accionistas significativos, derechos políticos y representación proporcional”, *RMV* 5,



2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 18013/2009) el 1 de febrero de 2018].

MEGÍAS LÓPEZ, J., “El deber de independencia en el consejo de administración: Conflictos de interés, dispensa y business judgement rule”, *RdS* 52, 2018 [recuperado de la base de datos electrónica Thomson Reuters ProView el 27 de abril de 2018].

- “Una aproximación al deber de independencia en el consejo de administración” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 585 y ss.
- “La creación de valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa”, *La Ley* 9019, Madrid, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 8484/2017) el 19 de enero de 2018].
- “Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría”, *Anuario Jurídico y Económico Escurialense XLVII*, 2014, pp. 13 y ss., disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4639613> [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].
- “Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes. El papel del Comité Especial para fusiones y adquisiciones”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints Complutense* 2010/29, 2010, disponible en [http://eprints.ucm.es/11547/1/E-Print-Javier\\_Megias.pdf](http://eprints.ucm.es/11547/1/E-Print-Javier_Megias.pdf) [fecha de consulta: 1 de febrero de 2018].

MEHERA, A.R., “Shared Value Literature Review: Implications for Future Research from Stakeholder and Social Perspective”, *Journal of Management and Sustainability* 7, 2017, pp. 98 y ss.

MONSALVE CABALLERO, V., “La buena fe como fundamento de los deberes precontractuales de conducta: Una doctrina europea en construcción”, *Revista de derecho: División de Ciencias Jurídicas de la Universidad del Norte* 30, 2008, p. 35, disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5513561> [fecha de consulta: 24 de abril de 2018].

MORALEJO MENÉNDEZ, I., “Artículo 168. Solicitud de convocatoria por la minoría” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1234 y ss.

- “Artículo 180. Deber de asistencia de los administradores” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1302 y ss.

MUÑOZ PÉREZ, A., “Presupuestos de responsabilidad de los administradores” en AA.VV., *La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital* (coord. Guerra Martín, G.), 1ª edición, Madrid: La Ley, 2011, pp. 105 y ss.

– *El concierto como presupuesto de la OPA obligatoria*, Madrid: La Ley, 2008.

NAVARRO LÉRIDA, M.S., “El fomento de la visión a largo plazo en las inversiones: una cuestión de gobierno corporativo” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 623 y ss.

NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., LÓPEZ HERNÁNDEZ, A., “Ofertas públicas de adquisición transnacionales. Autoridad competente y derecho aplicable desde un punto de vista práctico”, *RMV 17*, 2015 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 409/2016) el 11 de marzo de 2018].

ORTUÑO RODRÍGUEZ, A.E., “La potestad disciplinaria de la Administración tras las Leyes 39/2015, de procedimiento administrativo común de las administraciones públicas y 40/2015, de régimen jurídico del sector público”, *Actualidad Administrativa 2*, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 411/2017) el 5 de junio de 2018].

PAREDES GALLEGO, C., “Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición”, *RDM 249*, 2003, pp. 1101 y ss.

PAREDES GALLEGO, C., PEREDA, J., “Dos reflexiones al hilo de la nueva normativa de opas: limitación de la actuación del oferente, opas, due diligence e igualdad informativa”, *Actualidad jurídica Uría Menéndez 18*, 2007, pp. 66 y ss.

PARRA LUCÁN, M.A., “Responsabilidad civil de los administradores de sociedades”, *Práctica de Derecho de Daños 67, Sección Estudios*, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 41475/2008) el 7 de diciembre de 2017].

– “Responsabilidad civil de administradores de sociedades” en AA.VV., *Tratado de Responsabilidad Civil* (coord. Reglero Campos, F.), 3ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2006, pp. 1519 y ss.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Actualidad jurídica de Uría Menéndez 39*, 2015, pp. 43 y ss.

– “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo” en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (coords. Sáenz García de Albizu, J.C., Oleo Banet, F., Martínez Flórez, A.), Navarra: Civitas, 2010, pp. 697 y ss.

- “La sociedad en general: elementos del contrato de sociedad” en AA.VV., *Uría Menéndez, Curso de Derecho Mercantil I*, 2ª edición, Madrid: Civitas, 2006, pp. 503 y ss.
- “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Indret: Revista para el análisis del Derecho* 4, 2003, disponible en [http://www.indret.com/pdf/162\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/162_es.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].
- “El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 1805 y ss.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R., “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés” en AA.VV., *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (dir. Sebastián Quetglas, R.), 2ª edición, Madrid: Wolter Kluwers, 2018, pp. 271 y ss.

PEINADO GARCÍA, J.I., “Abnegación y silencio en la sociedad mercantil (apuntes sobre los conflictos de interés entre el socio y su sociedad)” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital* (dirs. González Fernández, M.B., Cohen Benchetrit, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2018, pp. 45 y ss.

PERDICES HUETOS, A., “Revocación y condición en el Derecho de las ofertas públicas de adquisición” en AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (coords. Sáenz García de Albizu, J.C., Oleo Banet, F., Martínez Flórez, A.), Navarra: Civitas, 2010, pp. 1471 y ss.

PERDICES HUETOS, A., RIAÑO LÓPEZ, D., “El gobierno corporativo en España” en AA.VV., *Ética empresarial y Códigos de Conducta* (dir. Goñi Sein, J.L.), 1ª edición, Madrid: La Ley, 2011 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 15104/2011) el 11 de enero de 2018].

PÉREZ BENÍTEZ, J.J., “Perjuicio patrimonial, interés de grupo y rescisión de garantías otorgadas en la financiación de grupos de sociedades”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* 19, 2013 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 5104/2013) el 7 de diciembre de 2017].

PÉREZ MORIONES, A., “La extensión de la facultad de la junta general de intervenir en asuntos de gestión. En particular, la intervención de la junta en asuntos de gestión del grupo” en AA.VV., *Los intentos de reforzamiento del poder de la junta y de los socios en los grupos de sociedades* (dir. Emparanza Sobejano, A.), Madrid: Marcial Pons, 2018, pp. 101 y ss.

PÉREZ RENOVALES, J., “Artículo 9. Precio equitativo” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 230 y ss.

PETIT LAVALL, M.V., “Los límites al derecho de información y la reducción del número de consejeros en la sociedad anónima. A propósito de la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Bilbao de 10 de enero de 2012 (Residencial Monte Carmelo, S.A., c. Iberdrola, S.A.)”, *Diario La Ley* 7882, 2012 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 6739/2012) el 14 de febrero de 2018].

PIÑEL LÓPEZ, E., “Reflexiones sobre el gobierno corporativo de sociedades cotizadas” en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (coord. Uría, F.), Madrid: La Ley, 2007, pp. 419 y ss.

PORTELLANO DíEZ, P., *El deber de los administradores de evitar situaciones de conflicto de interés*, Navarra: Civitas Estudios de Derecho Mercantil, 2015.

PRENTICE, R., LANGMORE, J., “Hostile tender offers and the Nancy Reagan defense: may target boards just say no? Should they be allowed to?”, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 15, núm. 2, 1990, pp. 377 y ss.

PROVIDENTI, S., “Directors duties in UK corporate acquisitions” en AA.VV., *Year book of international financial and economic law 2000 – 2001*, Londres: British Institute of International and Comparative Law, 2003, pp. 191 y ss.

PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, B., “La transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 2 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición a la legislación británica”, *RDBB 106*, 2007, pp. 214 y ss.

QUIJANO GONZÁLEZ, J., “Artículo 236. Presupuestos de la responsabilidad” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1691 y ss.

- “Artículo 237. Carácter solidario de la responsabilidad” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1700 y ss.
- “Artículo 238. Acción social de responsabilidad” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1708 y ss.
- “Artículo 239. Legitimación subsidiaria de la minoría” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1716 y ss.
- “Artículo 287. Convocatoria de la junta general” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo II, Madrid: Civitas, 2011, pp. 2118 y ss.

RAMOS HERRANZ, I., “El estándar mercantil de diligencia: el ordenado empresario”, *Anuario de Derecho Civil*, 2006, disponible en [https://www.boe.es/publicaciones/anuarios\\_derecho/abrir\\_pdf.php?id=ANU-C-2006-](https://www.boe.es/publicaciones/anuarios_derecho/abrir_pdf.php?id=ANU-C-2006-)

[10019500225 ANUARIO DE DERECHO CIVIL El estándar mercantil de diligencia : el ordenado empresario](#) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

RECALDE CASTELLS, A., “La prueba en la regla de la discrecionalidad empresarial (business judgement rule)” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital* (dirs. González Fernández, M.B., Cohen Benchetrit, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2018, pp. 1185 y ss.

- “Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de ordenación” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (coords. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 27 y ss.

RECALDE CASTELLS, A., DE DIOS MARTÍNEZ, L.M., “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (coords. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 425 y ss.

RECODER VALLINA, T., *Procedimiento sancionador de las administraciones independientes de carácter financiero: especial referencia a la CNMV*, tesis doctoral dirigida por Pascua Mateo, F.A., disponible en <http://eprints.ucm.es/40867/1/T38283.pdf> [fecha de consulta: 7 de junio de 2018].

REDWOOD, J., “Corporate greenmail”, *Corporate & Business Law Journal*, vol. 9, 1996, pp. 139 y ss.

REGLERO CAMPOS, F., “El nexo causal. Las causas de exoneración de responsabilidad: culpa de la víctima y fuerza mayor. La concurrencia de culpas” en AA.VV., *Tratado de Responsabilidad Civil* (coord. Reglero Campos, F.), 3ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2006, pp. 339 y ss.

RIBAS FERRER, V., “Artículo 225. Deber de diligente administración” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (dirs. Rojo Fernández Río, A., Beltrán, E.), Navarra: Civitas, 2011, pp. 1608 y ss.

- “Artículo 229. Situaciones de conflicto de intereses” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (dirs. Rojo Fernández Río, A., Beltrán, E.), Navarra: Civitas, 2011, pp. 1635 y ss.
- *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, 1ª edición, Madrid: La Ley, 2010 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 3320/2011) el 19 de febrero de 2018].

RIBSTEIN, L., “Takeover defenses and corporate contract”, *Georgetown Law Journal* 78, 1989, pp. 71 y ss.

RIESE, B., HÄGG, E., BRANNEMARK, A., “Sweden” en AA.VV., *The Mergers & Acquisitions Review* (ed. Zerdin, M.), 8ª edición, Londres: Law Business Research, 2014, pp. 755 y ss.

ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J.A., “La delegación de facultades por el consejo de administración en la sociedad anónima” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 1819 y ss.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General” en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España. Cuestiones pendientes de reforma* (dirs. Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A., Esteban Velasco, G., coords. Fuentes Naharro, M., Navarro Lérica, M.S.), tomo I, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2011, pp. 227 y ss.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La acción social de responsabilidad” en AA.VV., *La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital* (coord. Guerra Martín, G.), 1ª edición, Madrid: La Ley, 2011, pp. 151 y ss.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., “Las distintas clases de consejeros. La duración del cargo de administrador” en AA.VV., *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores. Adaptado a la Ley 31/2014, de 3 de diciembre que modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (dir. Martínez Echevarría y García de Dueñas, A.), Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2015, pp. 257 y ss.

RODRÍGUEZ RUIZ DE LA VILLA, D., *Los consejeros independientes en las sociedades de capital españolas*, Madrid: La Ley, 2010, disponible en la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 1771/2010) [fecha de consulta el 1 de febrero de 2018].

RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “La responsabilidad del administrador de hecho: algunos supuestos controvertidos” en AA.VV., *Estudios sobre la responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital a la luz de sus recientes reformas legislativas y pronunciamientos judiciales* (dirs. Díaz Moreno, A., Vázquez Cueto, J.C.), Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2018, pp. 125 y ss.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La transparencia societaria como vía de protección del inversor en las sociedades cotizadas” en AA.VV., *Derecho de sociedades. Revisando el derecho de sociedades de capital* (dirs. González Fernández, M.B., Cohen Benchetrit, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2018, pp. 151 y ss.

ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., “Artículo 286. Propuesta de modificación” en AA.VV. *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo II, Madrid: Civitas, 2011, pp. 2110 y ss.

RONCERO SÁNCHEZ, A., “La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords.

Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 745 y ss.

- “Problemas y propuestas de revisión del régimen de solicitud pública de representación en Sociedades Cotizadas” en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España. Cuestiones pendientes de reforma* (dirs. Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A., Esteban Velasco, G., coords. Fuentes Naharro, M., Navarro Lérda, M.S.), tomo I, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2011, pp. 293 y ss.
- “La acción individual de responsabilidad” en AA.VV., *La Responsabilidad de los Administradores de Sociedades de Capital* (coord. Guerra Martín, G.), 1ª edición, Madrid: La Ley, 2011, pp. 197 y ss.

RUBIO ROA, M., “Consejeros en conflicto de interés e informe de la sociedad opada”, *en prensa*, presentado en el V Simposio Internacional CONSINTER / Universidad Complutense de Madrid” celebrado en octubre de 2018.

RYDE, A., COX, M., “United Kingdom” en AA.VV., *The Corporate Governance Review* (ed. Calkoen, W.), 7ª edición, Londres: Law Business Research, 2017, pp. 447 y ss., disponible en <https://thelawreviews.co.uk/edition/1001161/the-corporate-governance-review-edition-8> [fecha de consulta: 30 de julio de 2018].

SABOGAL BERNAL, L.F., *El deber de lealtad y los conflictos de intereses de los administradores de sociedades*, 2017, p. 284, disponible en <http://eprints.ucm.es/41090/1/T38345.pdf> [fecha de consulta: 19 de abril de 2018].

SÁEZ LACAVE, M.I., “Activismo accionarial, *Hedge Funds* y el artículo 161 de la LSC”, *InDret Revista para el Análisis del Derecho* 4/2018, 2018, disponible en <http://www.indret.com/en/?ed=81> [fecha de consulta: 2 de noviembre de 2018].

- “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *Indret: Revista para el análisis del Derecho* 1, 2016, pp. 1 y ss., disponible en [http://www.indret.com/pdf/1211\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/1211_es.pdf) [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].
- “Nombramiento y cese de los consejeros minoritarios”, *RMV* 12, 2013 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 966/2013) el 15 de enero de 2018].

SALDAÑA VILLOLDO, B., “Acciones de responsabilidad: artículos 239 a 241 bis” en AA.VV., *Régimen de deberes y responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Adaptado a la modificación de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (coord. Hernando Cebriá, L.), Barcelona: Bosch, 2015, pp. 365 y ss.

- *La acción individual de responsabilidad. Su significación en el sistema de responsabilidad de los administradores sociales (Estudio jurisprudencial)*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2009.



SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., “Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas” en AA.VV., *La Sociedad Cotizada* (coords. Vives, F., Pérez-Ardá, J.), Madrid, Barcelona: Marcial Pons, 2006, pp. 75 y ss.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Navarra: Civitas, 2008.

- “Deber de abstención de los administradores y actuaciones a favor de la Ley en las ofertas públicas de adquisición” en AA.VV., *Homenaje al profesor Dr. Gonzalo Rodríguez Mourullo*, Madrid: Civitas, 2005, pp. 2171 y ss.
- “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid* 8, 2003, pp. 331 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, Navarra: Civitas, 2009.

- *La junta general en las sociedades de capital*, 1ª edición, Navarra: Civitas, 2007.
- “El declinar de la Junta y el gobierno corporativo”, *RDBB*, 104, 2006, pp. 9 y ss.
- *Los administradores en las sociedades de capital*, Navarra: Civitas, 2005.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El complemento de la convocatoria de la Junta General (competencia y diligencia) Comentario a la Resolución DGRN de 31 de enero de 2018”, *RDBB* 152, 2018, pp. 9 y ss.

- “El misterio de las OPAs: realidad, doctrina y regulación” en AA.VV., *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo* (coords. González Castilla, F., Marimón Durá, R., Ruiz Peris, J.I.), Valencia: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia, 2010, disponible en [http://eprints.ucm.es/11975/2/El\\_misterio\\_de\\_las\\_OPAs.pdf](http://eprints.ucm.es/11975/2/El_misterio_de_las_OPAs.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].
- “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa” en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, vol. 2, España: Thomson Reuters-Aranzadi, 2006, pp. 851 y ss.
- “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints Complutense* 2006/3, 2006, disponible en <http://eprints.ucm.es/5624/1/sancalero.pdf> [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].
- “La competencia entre la sociedad y sus directivos”, *RdS* 18, 2002, pp. 21 y ss.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., TAPIA HERMIDA, A.J., “Función y funcionamiento de la junta general de accionistas: viejos y nuevos problemas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints Complutense* 2015/93, 2015, disponible en



<http://eprints.ucm.es/32739/1/Ponencia.Harvard%202014.Funcionamiento%20de%20la%20junta%20general.pdf> [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].

- “Primacía de los accionistas e ineficiencia de la junta (la reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, *ePrints Complutense* 2012/49, 2012, disponible en [http://eprints.ucm.es/14660/1/Primacia\\_accionistas\\_e\\_ineficiencia\\_de\\_la\\_junta.pdf](http://eprints.ucm.es/14660/1/Primacia_accionistas_e_ineficiencia_de_la_junta.pdf) [fecha de consulta: 19 de enero de 2018].

SÁNCHEZ CERBÁN, A., “Responsabilidad y deberes de los altos directivos a la vista del nuevo artículo 236.4 LSC”, *RMV* 18, 2016 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 8294/2016) el 7 de diciembre de 2017].

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., *El folleto en las ofertas públicas de venta de valores negociables (OPV) y responsabilidad civil: ley aplicable*, Madrid: La Ley, 2015.

SAULSBURY, A., “The availability of takeover defenses and deal protection devices for Anglo-American target companies”, *Delaware Journal of Corporate Law* 37, 2012, pp. 115 y ss.

SERRANO ACITORES, A., “La importancia de la due diligence en los procesos de compraventa de empresas”, *La Ley Mercantil* 36, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 5488/2017) el 17 de abril de 2018].

- “Mecanismos formales para la generación de la confianza interempresarial en las operaciones corporativas”, *La Ley Mercantil* 4-5, 2014 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 4848/2014) el 8 de febrero de 2018].

SERRANO CAÑAS, J.M., “La incorporación de la *Business Judgement Rule* al Derecho español: el proyectado art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital”, *La Ley Mercantil* 6, *Sección Sociedades*, 2014 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 5748/2014) el 13 de diciembre de 2017].

SHER, H., “Due diligence investigations”, *Juta’s Business Law* 6, 1998, pp. 15 y ss.

SIMPSON, S., “The Emerging Role of the Special Committee - Ensuring Business Judgment Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest”, *Business Lawyer (ABA)* 43, 1987-1988, pp. 665 y ss.

SPEDDING, L., *Due Diligence Handbook. Corporate Governance, Risk Management and Business Planning*, Amsterdam, Boston, Londres: CIMA, 2009.

SUÁREZ GONZÁLEZ, C., *Las fases de formación del Contrato. Valor y régimen jurídico*, Madrid: Dykinson, S.L., 2017.

TAPIA HERMIDA, A.J., “El administrador de la filial” en AA.VV., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro Homenaje a Carmen Alonso Ledesma* (coords. Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J.), 1ª edición, Madrid: Iustel, 2018, pp. 871 y ss.

- “El gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas” en AA.VV., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, Madrid: La Ley, 2012 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 16901/2012) el 11 de enero de 2018].
- “La junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizada” en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 3, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pp. 2917 y ss.

TARDÍO PATO, J.A., “El principio de especialidad normativa (*lex specialis*) y sus aplicaciones jurisprudenciales”, *Revista de Administración Pública* 162, 2003, pp. 189 y ss, disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=784932> [fecha de consulta: 6 de mayo de 2018].

TEJERA GIMENO, C., “Instrumentos de protección de los derechos de los inversores” en AA.VV., *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (coord. Uría, F.), Madrid: La Ley, 2007, pp. 707 y ss.

THEOFILE, D., CHRIQUI-GUIOT, O., “France” en AA.VV., *The Foreign Investment Regulation Review* (ed. Goldman, C.), 5ª edición, Londres: Law Business Research, 2017, pp. 86 y ss., disponible en <https://thelawreviews.co.uk/edition/1001078/the-foreign-investment-regulation-review-edition-5> [fecha de consulta: 30 de julio de 2018].

URÍA, F., “Artículo 2. Ámbito de aplicación objetivo” en AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J., Zurita, J.), Navarra: Civitas, 2009, pp. 80 y ss.

URÍA, R., MENÉNDEZ, A., GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores” en AA.VV., *Uría Menéndez, Curso de Derecho Mercantil I*, 2ª edición, Madrid: Civitas, 2006, pp. 957 y ss.

VALMAÑA OCHAÍTA, M., “El folleto de la OPA” en AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (coords. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A.), Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, pp. 347 y ss.

VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital. Estudio legal y jurisprudencial*, 2ª edición, Madrid: Bosch, 2015.

VELERDAS PERALTA, A., “Órgano de administración (II). Deberes y responsabilidad de los administradores” en AA.VV., *Derecho de sociedades de capital. Estudio de la Ley de sociedades de capital y de la legislación complementaria* (dir. Embid Irujo, J.M., coords.

Ferrando Villalba, M.L., Hernando Cebriá, L., Martí Moya, V.), Madrid: Marcial Pons, 2016, pp. 287 y ss.

VICENTE DOMINGO, E., *El lucro cesante*, Madrid: Editorial Reus, S.A., 2014.

- “El daño” en AA.VV., *Tratado de Responsabilidad Civil* (coord. Reglero Campos, F.), 3ª edición, Navarra: Editorial Aranzadi, S.A., 2006, pp. 259 y ss.

VIVES RUIZ, F., “Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades” en AA.VV., *La Sociedad Cotizada* (coords. Vives, F., Pérez-Ardá, J.), Madrid, Barcelona: Marcial Pons, 2006, pp. 605 y ss.

- “Ofertas públicas de adquisición de valores: elementos, procedimiento y desarrollo; ofertas competidoras” en AA.VV., *La sociedad cotizada* (coords. Vives, F., Pérez-Ardá, J.), Madrid, Barcelona: Marcial Pons, 2006, pp. 659 y ss.

VIVES RUIZ, F., LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., “La oferta pública de adquisición de acciones de Altadis, S.A., búsqueda de ofertas competidoras y *due diligence*” en AA.VV., 2009. *Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2008 de los grandes despachos*, La Ley, 2009 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 6619/2011) el 15 de diciembre de 2017].

VIZCAÍNO GARRIDO, P.L., “El interés social como fin de la actividad gestora de las sociedades en crisis: Acreedores frente a socios”, *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades* 44, 2015.

XIOL RÍOS, J.A., “Posición actual del Tribunal Supremo ante los pleitos de daños” en AA.VV., *Derecho de daños* (coord. Herrador Guardia, M.J.), Madrid: Sepin, 2011, pp. 25 y ss.

ZANGLEIN, J., “From Wall Street Walk To Wall Street Talk: The Changing Face of Corporate Governance”, *DePaul Business Law Journal* 11, 1998-1999, pp. 43 y ss.

ZARZALEJOS TOLEDANO, I., “La actividad de los *proxy advisors* y la problemática derivada de las situaciones de conflicto de interés”, *La Ley Mercantil*, 37, 2017 [recuperado de la base de datos electrónica laleydigital360 (La Ley 7823/2017) el 10 de enero de 2018].

ZUBIRI DE SALINAS, M., “Artículo 186. Solicitud pública de representación” en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (coords. Rojo Fernández Río, A., Beltrán Sánchez, E.), tomo I, Madrid: Civitas, 2011, pp. 1302 y ss.

ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, Madrid: Altamira, 1980.

## II. OTROS MATERIALES

AA.VV., “Guide to Public Takeovers in Europe”, edición de 2016-2017 disponible en [http://www.uria.com/documentos/publicaciones/5539/documento/Guide\\_to\\_Public\\_Takeovers\\_in\\_Europe2016-2017.PDF?id=7386](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/5539/documento/Guide_to_Public_Takeovers_in_Europe2016-2017.PDF?id=7386) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

AA.VV., “Report of the High Level Group of Experts on Issues Related to Takeover Bids” (trad. Garrido, J.M.), *RDBB* 89, 2003, pp. 277 y ss.

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Activismo accionarial (II)”, 2014, disponible en (<http://derechomercantiles.ana.blogspot.com.es/2014/05/activismo-accionarial-y-ii.html>) [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].

– “Activismo accionarial (I)”, 2014, disponible en <http://derechomercantiles.ana.blogspot.com.es/2014/05/activismo-accionarial-i.html> [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].

– “De la apatía racional a la reticencia: los nuevos accionistas dispersos y los nuevos accionistas activistas”, 2013, disponible en <http://derechomercantiles.ana.blogspot.com.es/2014/05/activismo-accionarial-y-ii.html> [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].

BAINBRIDGE, S., “Strine’s Take on the Majority of the Minority: A Comment on In re PNB Holding Co.”, *ProfessorBainbridge.com Stephen Bainbridge’s Journal of Law, Religion, Politics, and Culture*, 2006, disponible en línea en <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2006/12/strines-take-on-the-majority-of-the-minority-a-comment-on-in-re-pnb-holding-co.html> [fecha de consulta: 21 de febrero de 2018].

FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *New York Times*, 13 de septiembre de 1970, disponible en <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> [fecha de consulta: 11 de junio de 2018].

MARCCUS PARTNERS, CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES: “The Takeover Bids Directive Assessment Report”, 2012, disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm) [fecha de consulta: 15 de noviembre de 2017].

MARTÍNEZ ROSADO, J., “Algunas propuestas relativas a la convocatoria de la Junta General de las Sociedades Cotizadas a la luz del Informe del Ministerio de Justicia sobre el Anteproyecto de Ley de transposición de la Directiva 2007/36/CE”, Comunicación presentada en la Jornada Internacional “Reflexiones sobre la Junta General de las Sociedades de Capital” del Ilustre Colegio Notarial de Madrid, 2009, disponible en [http://eprints.ucm.es/9207/1/JMRosado\\_UCM.pdf](http://eprints.ucm.es/9207/1/JMRosado_UCM.pdf) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].

MERGERMARKET, TOPPAN VINTAGE, ACTIVIST MONITOR: “M&A Pulse. Shareholder Activism for 2018: Hunt for Yield” disponible en <https://s3.eu-west-2.amazonaws.com/acuris->

## BIBLIOGRAFÍA

[live/TV\\_M&A%20Pulse\\_Issue%204%202017\\_Final%20LR\\_0.pdf](#) [fecha de consulta: 14 de marzo de 2018].

PENNINGTON, R., “Report on Takeover Offers and Other Offers”, 1974, disponible en [http://aei.pitt.edu/33743/1/A304\\_1.pdf](http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf) [fecha de consulta: 22 de febrero de 2018].



